

# 互联网家居新锐，新零售运营未来可期

## ——新股前瞻深度系列四

### 报告要点：

#### ● 公司概况：专注自有品牌的互联网家居零售商

趣睡科技股份有限公司成立于2014年，自成立初就专注于自有品牌科技创新家居产品的互联网零售，公司业务结构主要可划分为家具类和家纺类两大块，至21H1，二者在主营业务收入中的比重分别约为65%/35%。2017-2020年公司营收CAGR为15.9%，归母净利润CAGR为39.6%，在保持相对良好的利润率水平下（毛利率中枢约30%，净利率中枢约11%），公司ROE水平常年维持在20%左右，至2020年公司资产负债率仅为28%。

#### ● 行业仍处发展红利期，消费需求和销售渠道渐趋多元

整体上看，家具家纺市场规模呈现出平稳增长态势。根据Statista数据，2020年全球家具市场规模为5098亿美元，增速趋于稳定，年增速中枢已收敛至5%左右。全球电商渠道零售总额持续攀升，市场仍具广阔增量空间。疫情加速家居行业格局优化，龙头企业紧抓扩张红利期。借鉴美国成熟市场经验，我们认为伴随行业β与公司α共振，公司或已进入发展机遇期。

#### ● “爆款产品+高效供应链+线上渠道”打开自身发展空间

公司商业模式的本质逻辑是通过创新研发设计持续打造具有“高附加值+高性价比”爆款产品以占领消费者心智；同时运用小米平台流量和渠道优势快速打开市场。产品视角看，在创新科技赋能下，公司实现产品力稳步提升；供应链视角看，“轻资产运营+柔性供应链管理”塑造差异化竞争优势；销售模式视角看：摒弃传统线下销售为主模式，实现线上渠道全覆盖。

#### ● 从其他优质小米生态链企业看趣睡科技后续发展道路

我们认为，趣睡科技的成长路径与同为小米生态链的石头科技、九号公司的成长路径具有一定相似性。预计随着产品持续迭代升级、品牌知名度边际提升、销售渠道逐渐多元，公司自有家居品牌业务有望不断增强。

#### ● 盈利预测与投资建议

我们预计公司2021-2023年分别实现营收5.15/5.76/6.51亿元，归母净利润为0.71/0.83/1.00亿元。通过选取家居行业上市企业作为估值参照，2022年PE加权平均值为19.6X。我们认为公司未来将继续强化自主品牌优势，通过“持续打造爆款产品+实行高效供应链管理+线上渠道全覆盖”三轮驱动进一步打开自身发展空间，业绩有望边际改善，考虑到公司发展前景及新股溢价，预计趣睡科技PE(2022E)为25-30X，对应市值为21-25亿元。

#### ● 风险提示

产品创新不及预期；产品采购成本超预期；行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；发行进度不及预期

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	552.18	478.61	515.10	576.02	651.21
收入同比(%)	14.96	-13.32	7.62	11.83	13.05
归母净利润(百万元)	73.93	67.88	70.79	83.40	100.50
归母净利润同比(%)	68.52	-8.18	4.29	17.82	20.50
ROE(%)	25.12	18.70	16.40	6.27	7.02
每股收益(元)	2.46	2.26	2.36	2.09	2.51

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：以发行后总股本40百万股估算EPS

### 基本数据

52周最高/最低价(元)：

A股流通股(百万股)：

A股总股本(百万股)：

流通市值(百万元)：

总市值(百万元)：

### 过去一年股价走势

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 徐恺

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188-1930

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 许元琨

邮箱 xuyuankun@gyzq.com.cn

## 目录

1.兼顾模式与产品创新的互联网家居新锐 .....	5
1.1 公司概况：专注自有品牌的互联网家居零售商 .....	5
1.2 财务视角：商业模式另辟蹊径，实现高效快速成长 .....	7
1.3“爆款产品打造+高效供应链管理+线上渠道全覆盖”打开自身发展空间 .....	9
1.3.1 核心商业逻辑：切入小米生态链，打造爆款单品带动业绩增长 .....	9
1.3.2 产品视角：创新科技赋能下，产品力稳步提升 .....	11
1.3.3 供应链视角：“轻资产运营+柔性供应链管理”塑造差异化竞争优势 .....	15
1.3.4 销售模式视角：摒弃传统线下销售为主模式，实现线上渠道全覆盖 .....	16
2.行业逻辑：行业仍处发展红利期，消费需求和销售渠道渐趋多元 .....	18
2.1 行业全景：赛道长坡厚雪，市场空间仍广阔 .....	18
2.2 短期视角：疫情洗牌下，竞争格局加速优化 .....	21
2.3 他山之石：从美国成熟市场看行业发展将走向何方 .....	22
3.深度思考：从其他优质小米生态链企业看趣睡科技后续发展道路 .....	26
4.募投概况：加强研发设计及营销渠道建设，业务提质增效成长可期 .....	31
5.盈利预测及投资建议 .....	33
6.风险提示 .....	34

## 图表目录

图 1：趣睡科技历史沿革 .....	5
图 2：趣睡科技历年收入拆分（亿元） .....	6
图 3：趣睡科技股权结构图 .....	6
图 4：趣睡科技营业务收入及增速 .....	8
图 5：趣睡科技归母净利润及增速 .....	8
图 6：趣睡科技与同业企业毛利率对比（%） .....	8
图 7：趣睡科技与同业企业净利率对比（%） .....	8
图 8：趣睡科技与同业企业 ROE 对比（%） .....	9
图 9：趣睡科技与同业企业资产负债率对比（%） .....	9
图 10：趣睡科技与同业企业人均创利对比（万元） .....	9
图 11：趣睡科技期间费用率情况（%） .....	9
图 12：小米商城所孵化部分爆款概览 .....	10
图 13：趣睡科技线上分销及 B2C 模式 SKU 变化趋势（个） .....	10
图 14：爆款产品战略：需求和供给端的高效破圈之法 .....	10
图 15：趣睡科技爆款产品占总营收中的比重 .....	11
图 16：公司当年爆款新品在总爆款收入及总营收中的比重 .....	11
图 17：趣睡科技研发人员人数连续三年占比超 25% .....	12
图 18：趣睡科技与同业企业研发人员人均产出对比（万元） .....	12
图 19：公司最新电动智能床产品可实现双区独立升降 .....	14

图 20: 公司最新智能电动床产品可满足消费者多种需求 .....	14
图 21: 趣睡科技三类创新设计 .....	14
图 22: 近年来趣睡科技新推出产品类别营收实现稳步增长 (万元) .....	15
图 23: 趣睡科技已打造高效供应链管理体系 .....	16
图 24: 趣睡科技主营业务成本拆分 (万元) .....	16
图 25: 趣睡科技存货周转率远超同业 (次/年) .....	16
图 26: 趣睡科技存货在总资产中的比重 .....	16
图 27: 趣睡科技各销售模式概况 .....	17
图 28: 2018 年以来公司线上渠道销售比重均超 97% .....	17
图 29: 可比公司产品售价差异 (元) .....	17
图 30: 小米平台在所有销售渠道中的比重 .....	18
图 31: 公司不同渠道对营收的拉动作用 .....	18
图 32: 全球家具市场规模 (亿美元) .....	19
图 33: 我国家纺市场规模 (亿元, %) .....	19
图 34: 2008-2017 年全球及我国软体家具市场规模 (亿美元, %) .....	19
图 35: 2016 年全球前十大软体家具消费国 (亿美元) .....	19
图 36: 我国软体家具床垫市场规模 (亿美元) .....	20
图 37: 我国软体家具沙发类市场规模 (亿元) .....	20
图 38: 全球电商渠道整体零售额情况 .....	20
图 39: 我国电子商务交易规模 (万亿元, %) .....	20
图 40: 2006-2020 年家居行业各渠道收入占比情况 (%) .....	21
图 41: 2011-2016 年家居市场电商收入占比 (亿元, %) .....	21
图 42: 2013 年软体家具市场竞争格局 .....	21
图 43: 2019 年软体家具市场竞争格局 .....	21
图 44: 2018-2020 年各大家居品牌线上渠道收入占比 (%) .....	22
图 45: 2007-2020 年美国消费者年均床垫购买支出 (美元) .....	23
图 46: 2019 年美国消费者选择购买床垫的在线经销商比重 (%) .....	23
图 47: 2019 年美国销售额领先的线上床上用品销售商 (百万美元) .....	23
图 48: 2019 年美国线上床类和床垫销售商市场份额 .....	24
图 49: 2020 年美国领先在线商城床垫销售部分的净销售额 (百万美元) .....	24
图 50: Casper 官网“盒式床垫”宣传图 .....	25
图 51: 名人在社交媒体为 Casper 引流 .....	25
图 52: 小米生态链覆盖范围示意图 .....	27
图 53: 小米模式为小米生态链公司提供多方面支持 .....	27
图 54: 石头科技发展历程 .....	27
图 55: 石头科技自有品牌产品示意图 .....	28
图 56: 九号公司发展历程 .....	28
图 57: 石头科技研发费用及占营收比例 .....	29
图 58: 九号公司研发费用及占营收比例 .....	29
图 59: 石头科技与小米集团关联销售金额在营收中比重 .....	29
图 60: 九号公司与小米集团关联销售金额在营收中比重 .....	29
图 61: 石头科技自主研发的新一代 ToF 激光雷达 .....	30

---

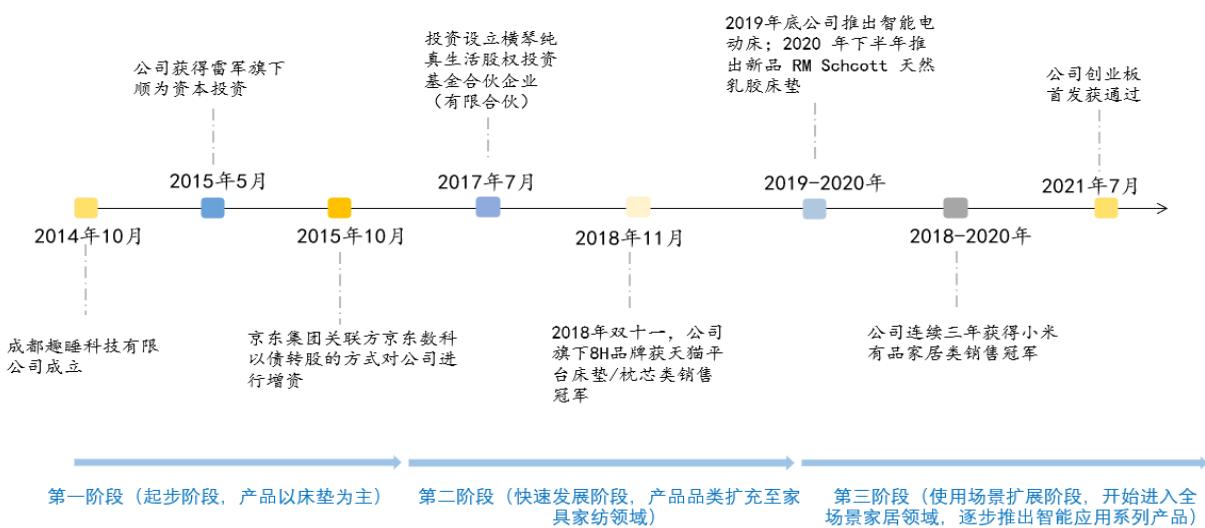
图 62: 石头科技产品可实现精准避障、同时扫拖 .....	30
图 63: 趣睡科技自有品牌“8H”.....	30
图 64: 趣睡科技研发费用情况 .....	31
图 65: 趣睡科技与小米集团关联销售金额在营收中比重 .....	31
图 66: 全系列产品升级与营销拓展项目进度 .....	32
表 1: 趣睡科技部分管理层简介.....	7
表 2: 公司各业务系列产品概况.....	11
表 3: 趣睡科技部分创新材料/产品概况 .....	13
表 4: 软体家居龙头线下门店扩店计划以及开店情况 .....	22
表 5: 趣睡科技和 Casper Sleep 商业模式对比 .....	25
表 6: 公司 IPO 募投项目概况.....	32
表 7: 趣睡科技盈利预测 .....	33
表 8: 趣睡科技盈利预测 .....	34
表 9: 可比公司估值对比 .....	34

## 1. 兼顾模式与产品创新的互联网家居新锐

### 1.1 公司概况：专注自有品牌的互联网家居零售商

成都趣睡科技股份有限公司成立于 2014 年 10 月，公司专注于自有品牌科技创新家居产品的互联网零售，主要业务为高品质易安装家具、家纺等家居产品的研发、设计、生产与销售，产品主要包括家具、家纺两大类别。公司拥有自有品牌“8H”，其在消费者群体中知名度较高。经过多年发展，公司现已开始进入全场景家居领域，逐步推出智能应用系列产品，产品形成科技创新、新材料应用、标准化、高性价比四大标签。

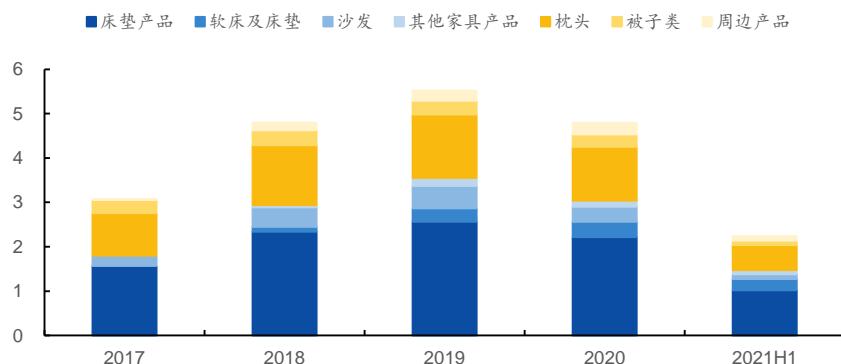
图 1：趣睡科技历史沿革



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司主营业务以家具类和家纺类产品为主，整体业务发展较为稳定。公司业务结构主要可划分为家具类和家纺类两大块，至 21H1，二者在主营业务收入中的比重分别为 65%/35%，与 2017 年相比，家具类产品比重上升约 6pct。从细分业务上看，家具类产品中的床垫产品和家纺类产品中枕头在营收中比重较大，截至 21H1 二者在主营业务收入中的比重分别为 45%/25%；其他细分业务近年来发展稳定但占比偏低。归因于小米渠道销售遇到瓶颈，爆款产品销量边际下滑以及疫情的一定影响，公司营收及净利润在 2018-2019 年达到高点后出现下滑，2017-2020 年公司归母净利润分别为 0.25/0.44/0.74/0.68 亿元。

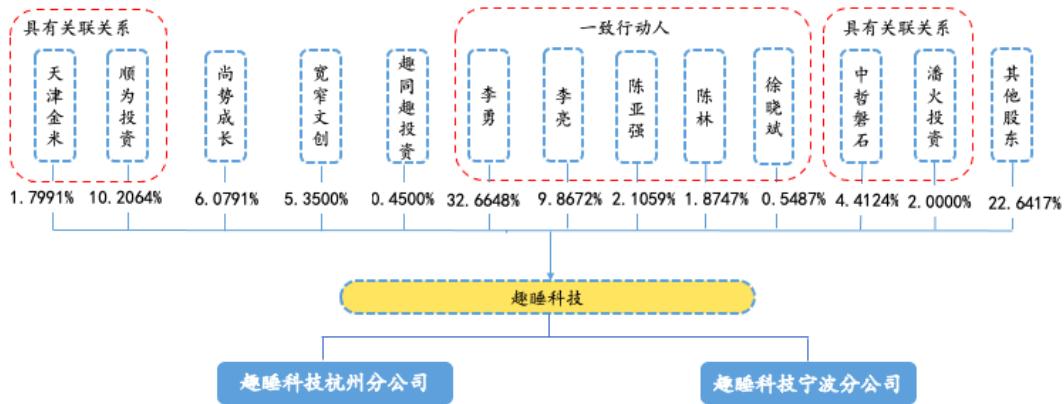
图 2：趣睡科技历年收入拆分（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

董事长兼总经理李勇先生为实控人，管理层结构稳定且从业经验丰富。截至 2021 年 11 月，李勇先生直接持有公司 32.6648% 的股份，为公司控股股东及实控人，第二大股东为小米集团关联方顺为投资，其持有发行人股权 10.2064%，其余股东股份比例相对分散。近两年内公司核心管理层基本保持稳定，且核心管理层拥有丰富的从业管理经验。其中公司董事长李勇先生曾任职于科龙电器、美的电器和全友家居，在家电家居领域有近 20 年工作经验，具有深度的相关行业洞察力与丰富的公司运营管理经验；公司副总经理李亮先生在家具家纺领域亦有丰富的行业积累。

图 3：趣睡科技股权结构图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

表 1：趣睡科技部分管理层简介

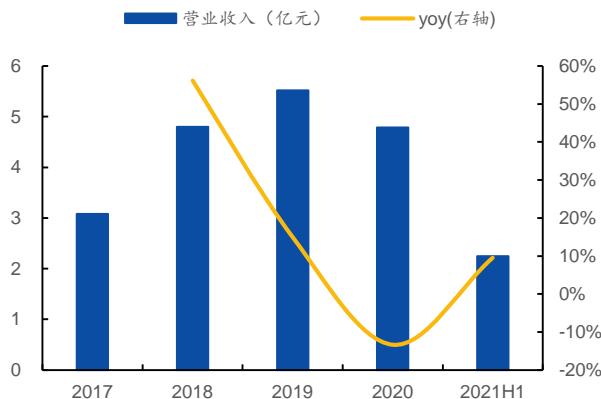
姓名	职位	工作经验	持股比例
李勇	董事长、总经理	1991 年 11 月至 1997 年 7 月任职于广州海洋地质调查局，担任三水基地管理处科员；1997 年 8 月至 2002 年 3 月任职于广东科龙电器股份有限公司，担任营销公司办事处经理；2002 年 3 月至 2007 年 9 月任职于广东美的制冷家电集团，担任销售分公司经理；2007 年 9 月至 2010 年 12 月，待业；2010 年 12 月至 2011 年 6 月任职于成都市全友家私销售有限公司，担任总经理；2011 年 6 月至 2014 年 1 月，待业；2014 年 2 月至 2014 年 3 月任职于成都市双虎实业有限公司，担任该公司的营销顾问；2014 年 4 月至 2015 年 1 月，待业；2015 年 1 月至 2019 年 12 月任职于趣睡有限，担任执行董事/董事长、总经理；2018 年 3 月至今担任趣同趣投资的普通合伙人及执行事务合伙人；2019 年 12 月至今任职于趣睡科技，担任总经理、董事长。	32.66%
李亮	副总经理、董事	1989 年 7 月至 1992 年 6 月任职于杭州食品有限公司，担任经理部职员；1992 年 6 月至 1995 年 7 月任职于深圳金帝食品有限公司，担任浙江分公司经理；1995 年 7 月至 1997 年 11 月任职于杭州荣达食品有限公司，担任常务副总经理；1997 年 12 月至 2003 年 2 月任职于杭州深兴工贸有限公司，担任总经理；2003 年 8 月至 2015 年 2 月任职于杭州怡和工贸有限公司，担任总经理；2010 年 8 月至 2015 年 2 月任职于浙江其格纺织品股份有限公司，担任董事长、总经理；2012 年 11 月至 2015 年 2 月任职于杭州奥迅建材有限公司，担任监事；2013 年 1 月至 2015 年 2 月任职于杭州麦帘科技有限公司，担任执行董事、总经理；2015 年 5 月至 2019 年 12 月任职于趣睡有限，担任副总经理、董事；2019 年 12 月至今任职于趣睡科技，担任副总经理、董事。	9.87%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

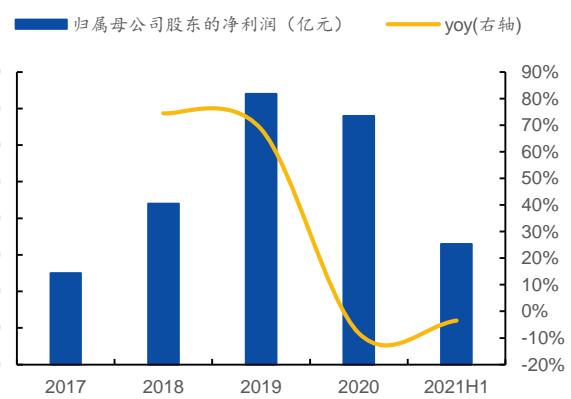
## 1.2 财务视角：商业模式另辟蹊径，实现高效快速增长

2017-2020 年公司营收 CAGR 为 15.9%，归母净利润 CAGR 为 39.6%，扣非后归母净利润 CAGR 为 38.4%。长周期看，我们大致能将公司的发展历程分为三个阶段：

**1) 2014-2016 年，处于起步发展期。**这一时期公司以卷装床垫这一标准化易运输的产品切入家居市场，利用床垫这一交互感受相对充分的产品作为流量入口，为公司后续标准化产品带动差异化产品做好铺垫，同时在这一时期公司亦得到小米与京东注资。**2) 2017-2019 年，进入高速成长期。**这一时期公司依托小米生态链优势，通过对供应链的深度挖掘，不断打造不同卧室场景家居爆款单品（例如床垫产品中的 MH 成人双面护脊黄麻床垫以及 MJYZ 米家护颈记忆绵枕等）。这一时期公司业绩增长较快，营收、归母净利润 CAGR 分别达到 33.9% 和 72.0%。**3) 2020 年-至今，步入拓展转型期。**公司开始进入全场景家居领域，在进一步拓展自身产品品类的同时，逐步推出智能应用系列产品。但在这一时期，随着小米平台日趋成熟下相关战略渐趋改变，公司引流成本边际提升；以及公司其他渠道仍处于初步拓展阶段，叠加部分原有和新爆款产品销售增长相对乏力等因素的影响，公司业绩在 2020 年出现较大幅度波动。

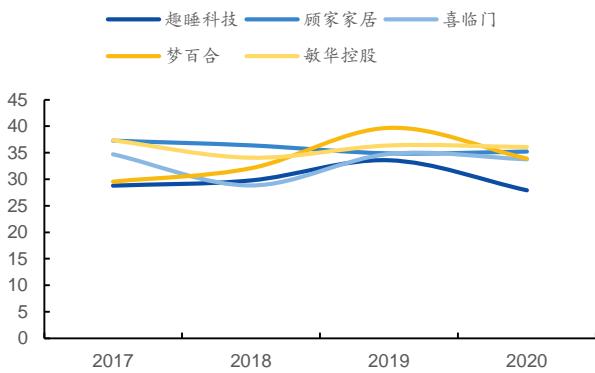
**图 4: 趣睡科技营业收入及增速**


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

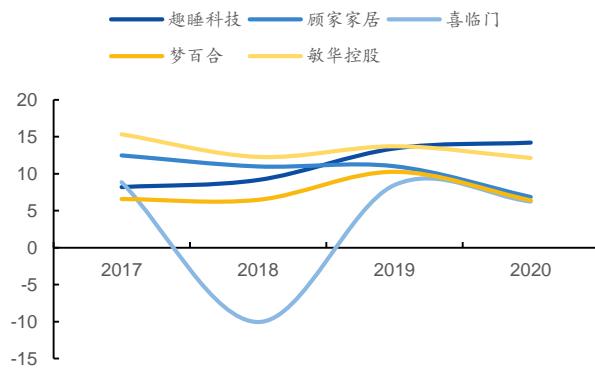
**图 5: 趣睡科技归母净利润及增速**


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

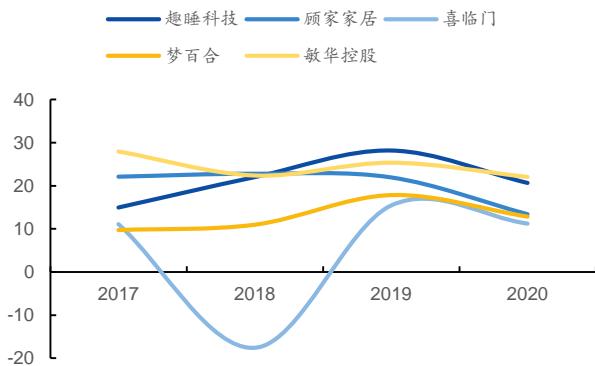
**商业模式另辟蹊径，实现轻资产高效率运营。**传统家居公司主要以线下门店布局，辅以线上渠道的方式进行扩张。对于传统龙头家居公司来说，大多掌控着产业链的上游（即生产端），同时具备一定的供应链优势，但这也往往意味着重资产模式运营。跟传统家居龙头相比，公司在保持相对良好的的利润率水平下（毛利率中枢约 30%，净利率中枢约 11%），在 ROE、资产负债率，人均创利以及各项期间费用率等主要指标上亦表现不俗。公司 ROE 水常年维持在 20% 左右，至 2020 年公司资产负债率仅为 28%；此外公司人均创利远超同业，期间费用率也实现边际下滑。综上所述，我们认为公司已脱离传统家居公司运营模式范畴，其所采用的特殊商业模式保证其在满足较高利润率同时，实现轻资产、高效率经营。

**图 6: 趣睡科技与同业企业毛利率对比 (%)**


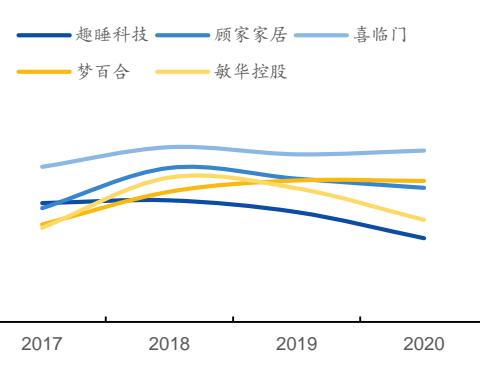
资料来源：公司招股说明书，Wind，国元证券研究所

**图 7: 趣睡科技与同业企业净利率对比 (%)**


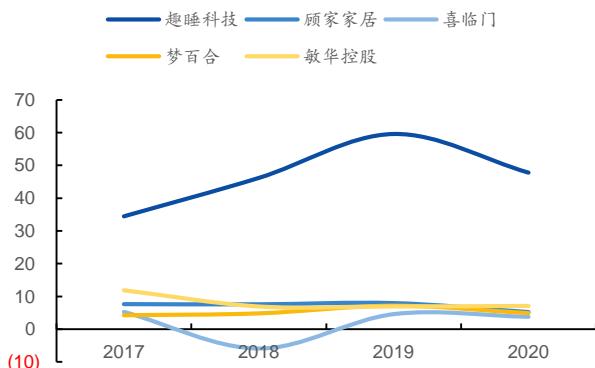
资料来源：公司招股说明书，Wind，国元证券研究所

**图 8: 趣睡科技与同业企业 ROE 对比 (%)**


资料来源：公司招股说明书，Wind，国元证券研究所

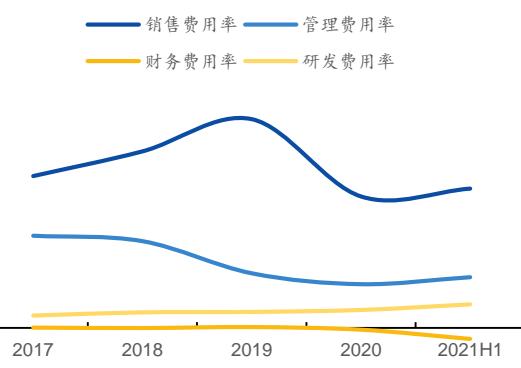
**图 9: 趣睡科技与同业企业资产负债率对比 (%)**


资料来源：公司招股说明书，Wind，国元证券研究所

**图 10: 趣睡科技与同业企业人均创利对比 (万元)**


资料来源：公司招股说明书，Wind，国元证券研究所

注：以 1 港币=0.81 人民币为换算标准

**图 11: 趣睡科技期间费用率情况 (%)**


资料来源：公司招股说明书，Wind，国元证券研究所

### 1.3 “爆款产品打造+高效供应链管理+线上渠道全覆盖” 打开自身发展空间

#### 1.3.1 核心商业逻辑：切入小米生态链，打造爆款单品带动业绩增长

我们认为，公司商业模式的本质逻辑是通过创新研发设计持续打造具有“高附加值+高性价比”爆款产品以占领消费者心智；同时通过切入小米生态链，运用小米平台流量和渠道优势快速打开市场。当一个产品研发、生产成功，并最终经过市场检验得到消费者的认可后，便可为公司带来持续性的利润流入。公司与小米平台的孵化模式类似，主要通过精简品牌 SKU，专注于爆款产品的打造。截至 21H1，公司共有 324 款产品，主要产品及数量为床垫 78 款、木质家具 61 款、被褥 56 款、枕头 50 款、沙发 25 款、窗帘 6 款，处于行业偏低水平，其中公司在线上分销及线上 B2C 模式的

SKU 数量为 301 个 (至 21H1 上述两大渠道在营收中的比重约为 67%)。

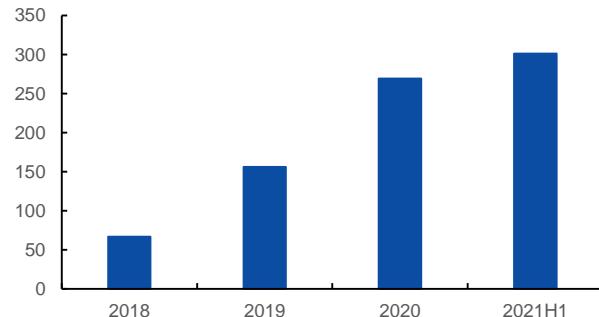
图 12：小米商城所孵化部分爆款概览



资料来源：小米商城，国元证券研究所

图 13：趣睡科技线上分销及 B2C 模式 SKU 变化趋势(个)

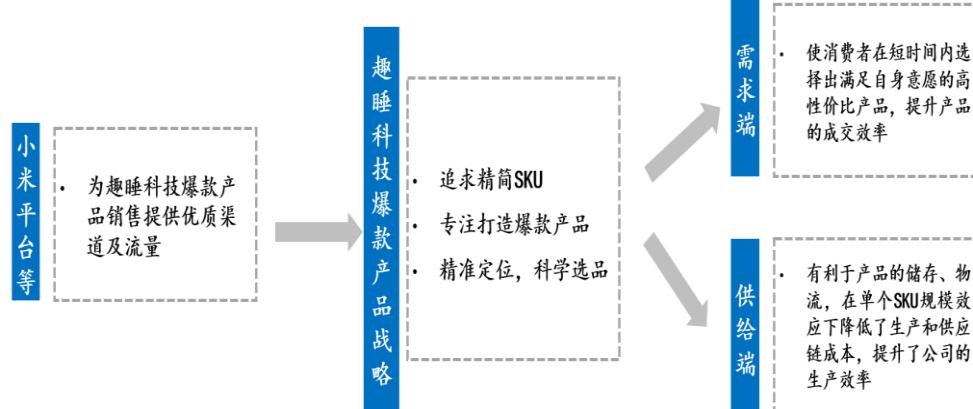
■ 公司线上分销及线上B2C模式SKU情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

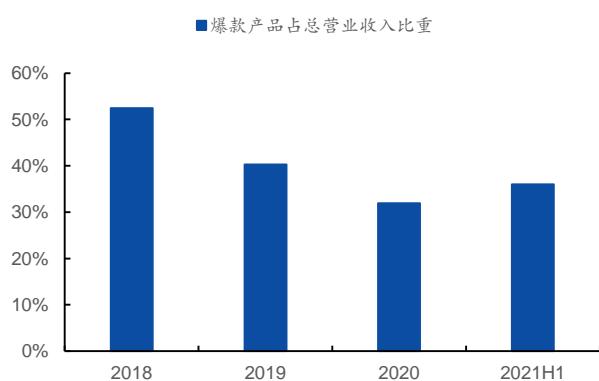
**爆款产品战略：需求和供给端的高效破圈之法。**爆款产品策略对需求和供给端均能实现提质增效。从需求端看，对新爆款产品的持续打造可以使消费者在短时间内选择出满足自身意愿的高性价比产品，提升产品的成交效率；从供给端看，这一模式也有利于产品的储存、物流，在单个SKU规模效应下降低了生产和供应链成本，提升了公司的生产效率。近年来爆款产品在趣睡科技的营收比重较大，2018-2020年比重均超30%，至2021H1仍有约36.0%；而当年爆款新品在总爆款收入及总营收中的比重亦维持在相对高位，2019-2020年二者的比重分别为25.9%/23.4%和10.4%/7.5%。

图 14：爆款产品战略：需求和供给端的高效破圈之法



资料来源：国元证券研究所

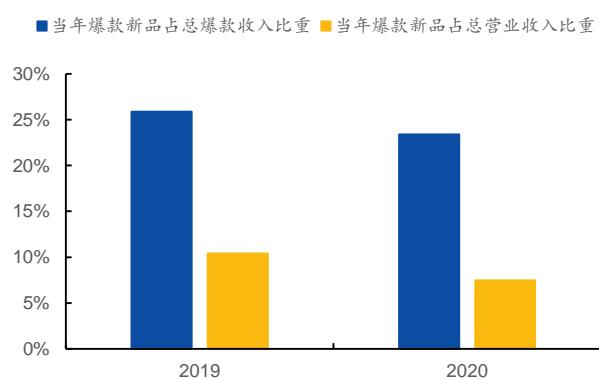
图 15：趣睡科技爆款产品占总营收中的比重



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：此处“爆款产品”选取标准为报告期内各期销售金额前五大产品

图 16：公司当年爆款新品在总爆款收入及总营收中的比重



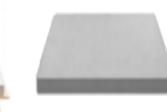
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：此处“爆款产品”选取标准为报告期内各期销售金额前五大产品

### 1.3.2 产品视角：创新科技赋能下，产品力稳步提升

整体上看，公司产品矩阵渐趋丰富，产品性能品质相对突出。自成立以来，公司从床垫产品起家，逐渐切入其他家居家具领域，现已发展出 7 大细分业务类别。公司以创新的科技属性、简洁的线条设计等推出一系列科技家居产品，逐步形成 8H 鲜明的品牌及产品定位。公司产品讲究“真材实料、真实科技、真诚价格”，通过在全球范围内选用优质原材料，实现产品的高性能和高品质。以乳胶类产品为例，公司通过与多家世界五百强公司合作，采购包括瑞典 Polygiene 抑菌材料、德国科德宝 Evolon 防螨面料、Schcott 乳胶、杜邦 Sorona 纤维面料等优质原料，再通过特殊工艺发泡，生产制造出具有环保性、经久耐用性、良好透气性、防螨抗菌等优点的优质天然乳胶制品。

表 2：公司各业务系列产品概况

业务系列	细分业务类别	产品单价（元/个、元/件）	产品款数（款）	主营业务占比	代表性产品性能描述及特点	部分产品图示
家具系列 (63.63%)	床垫产品	1024.88	78	46.71%	R1 乳胶床垫经工艺发泡制成床垫内芯，提供承托和支撑，双层内外包裹乳胶内芯，抑菌防螨	  
	沙发产品	1243.84	25	7.57%	BY 真皮电动沙发采用高回弹海绵，结构使用钢架和电机，保证沙发稳固	  
	床类产品	1592.57	48	6.54%	Milan 智能电动床采用高强度玻璃纤维结构，智能控制系统可以实现 AI 语音控制	 

家纺系列 (36.37%)	其他家具产品	634.91	61	2.82%	Tree 实木茶几采用左右分隔的抽屉设计；Sunny 全实木组合柜采用橡胶木，使用方形双向镂空设计	
	枕头产品	74.13	50	26.18%	Z3 乳胶睡枕采用高中低弧形设计选用较高纯度乳胶	
	被子产品	331.34	56	5.76%	Y1 羊毛被外套面料采用咖啡纱与精梳棉混织，产品羊毛层搭配杜邦舒弹丝纤维	
	生活周边产品	63.61	6	4.43%	Z2S 护颈枕采用记忆绵内芯，承托颈部、头部。产品内套抗菌防霉，外套采用杜邦纤维复合面料	

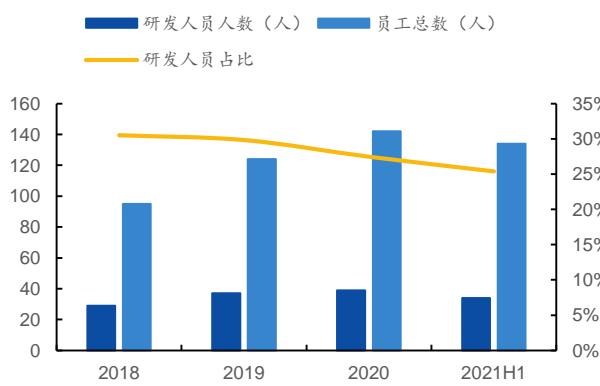
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：各业务营收占比为 2018-2021H1 收入占比均值；产品单价为 2018-2021H1 平均单价；产品款数为 21H1 数据；部分产品款数为估测数据

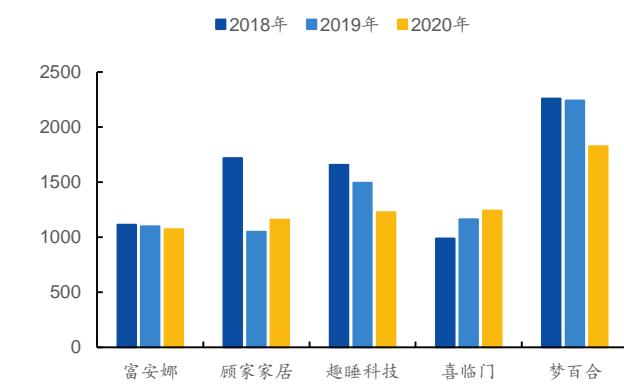
**不断加码产品研发创新，为产品力提升奠定基础。**公司近年来不断加码产品的研发创新设计，2018-2020 年公司研发人员比重均超 25%，在产品核心技术 Know-how 环节上，公司具有良好的研究工作积累，公司产品经理曾任职于敏华家居、顾家家居、博洋集团等知名家居公司。同时公司在研发人员人均产出上也表现良好，位于行业平均水平。从研发费用角度看，公司研发费用率常年超 1.1%，至 21H1，公司研发费用率实现边际提升，达到 1.68%。截至 2021 年 8 月，公司累计取得 174 项专利，掌握了压缩打卷、免安装工艺、抽屉分层、拼装减震、人体工学结构设计、鹅绒被斜立衬、枕头复合结构设计等核心技术。

图 17：趣睡科技研发人员人数连续三年占比超 25%

图 18：趣睡科技与同业企业研发人员人均产出对比（万元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

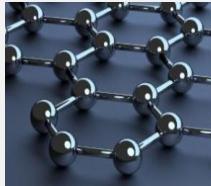
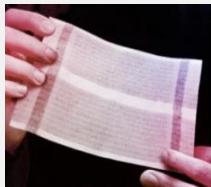
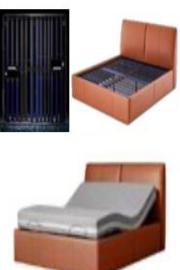


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

**不同创新材料及产品的推出以及创新设计的应用，给予消费者更好的消费体验。**近年来伴随公司研发创新力度的持续加大，公司先后研发出多种家居家纺新材料和新产品。在新材料方面，公司将石墨烯、科技布“全面皮”和咖啡纱等新材料运用到相

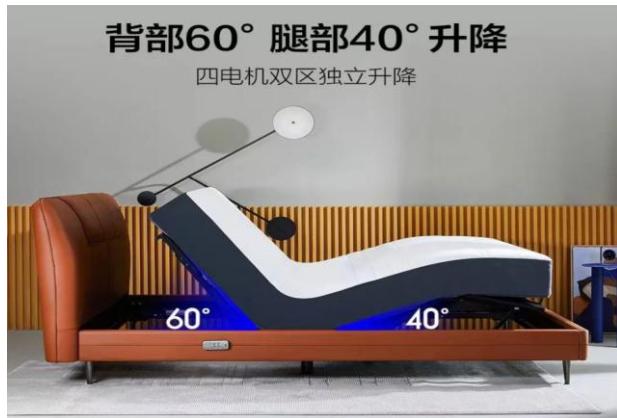
关产品中，给消费者带来更加新颖舒适的用户体验。根据公司招股说明书，公司目前超过 50% 的产品款式使用新材料；在新产品方面，公司研发团队通过电商平台大数据实时关注消费者购买需求及评价，以推出遵循消费者需求的创新产品。近年来，公司已先后推出卷装床垫、卷装枕头、智能电动床等创新产品，可满足消费者多种需求。在创新设计方面，公司创新设计主要可划分为功能/结构/包装设计三类，其中功能设计主要为了提升消费者在使用上体验；而结构/包装设计主要是增强消费者消费便利程度，解决在产品组装、包装物流上的痛点。

**表 3：趣睡科技部分创新材料/产品概况**

代表性材料/产品	石墨烯材料	S. Cafe®咖啡纱	卷装床垫	卷装枕头	木质家具	智能电动床
创新特点	石墨烯功能纱线和棉纤维交织捆绑，使织成的面料拥有较好的柔软度和吸湿性。公司利用石墨烯快速发热的特性，将其应用到真丝眼罩产品线上	通过萃取咖啡渣制成超微细咖啡母粒，用特殊工艺加入排汗纤维中纺织而成。公司将其用在乳胶床垫上，使床垫具有透气除湿、速干等特点	通过压缩可打卷技术将床垫进行卷装，节约仓储空间，物流更加便捷，更易搬运	公司推出乳胶枕头，并采用卷装工艺，小巧便捷，体现产品互联网属性	8H 实木床结合挂扣插销与榫卯设计，在无螺丝情况下，通过镀锌钢板制成的组件连接，即可在较短时间内进行快速组装	智能电动床排骨架采用高强度玻璃纤维及合金钢架组成，表皮采用 Litchi 科技布“全面皮”，接入智能语音终端实现智能操控
产品图例	 	 				 

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 19：公司最新电动智能床产品可实现双区独立升降



资料来源：小米有品，国元证券研究所

图 20：公司最新智能电动床产品可满足消费者多种需求



资料来源：小米有品，国元证券研究所

图 21：趣睡科技三类创新设计

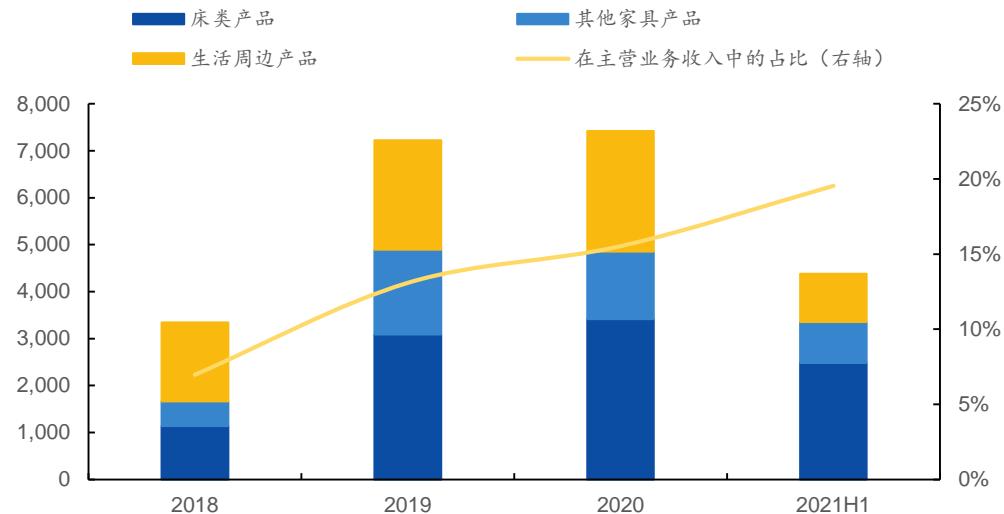
创新特点		相关图例
功能设计	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司研发鹅绒被斜立衬技术，有效提升鹅绒被储能效率</li> </ul>	
结构设计	<ul style="list-style-type: none"> <li>木质家具产品采用榫卯结构，做到零螺丝安装，精简产品安装流程，节省额外安装费用</li> </ul>	
包装设计	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司创新产品交付形式，将抽真空压缩打卷工艺用于床垫包装，灵巧且易于运输，解决物流痛点</li> </ul>	

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

创新科技赋能下，公司产品的生产力不断增强，也推动公司相关业绩的稳步增长。归因于高品质用料，新颖产品设计等因素使得公司产品生产力持续增强，近年来公司创新设计产品销量保持稳中向好的态势。以部分畅销产品为例，乳胶床垫 M1 在 2017-2019 年三年年均销量超 7 万张，米家护颈记忆绵枕 MJYZ 在 2019-2020 年两年年

均销量近 30 万个，记忆绵护椎腰靠 K1 2018-2020 年三年年均销量超 27 万个。至 2020 年，公司新推出产品类别实现营收 7425.11 万元，较 2018 年增长 122%，在主营业务收入的比重也达到 15.5%。

图 22：近年来趣睡科技新推出产品类别营收实现稳步增长（万元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

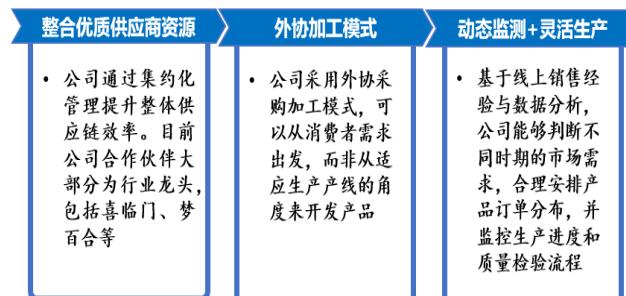
### 1.3.3 供应链视角：“轻资产运营+柔性供应链管理”塑造差异化竞争优势

整合优质供应商资源，“外包生产”实现轻资产模式运营。相较于行业传统公司偏重资产的生产经营模式，公司充分利用 8H 优质的品牌资源，采取与上游供应商合作的采购生产模式，不仅更具成本优势，同时也实现了自身轻资产运营。公司存货周转率常年超 20%，存货在总资产中的比重也处于偏低水平。

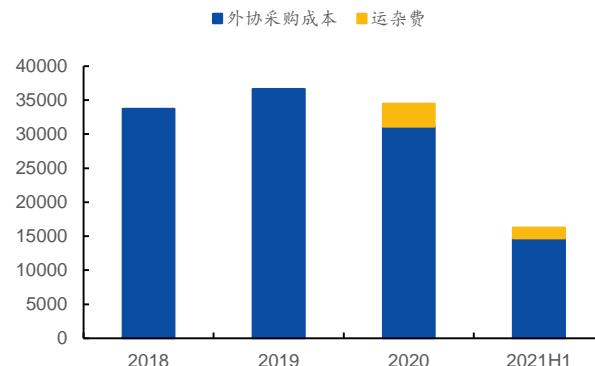
“动态监测+灵活生产”实现柔性供应链管理。在“外协采购生产”模式基础上，公司基于多年线上销售经验和数据分析预测相关销售数据，根据不同供应商所代工的产品类别及产能，合理安排产品订单分布，并在生产过程中实时监控供应商生产进度和质量检验流程，实现高效柔性供应链管理。

图 23: 趣睡科技已打造高效供应链管理体系

图 24: 趣睡科技主营业务成本拆分 (万元)



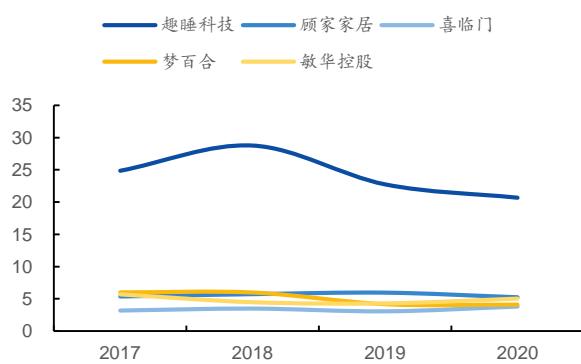
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所



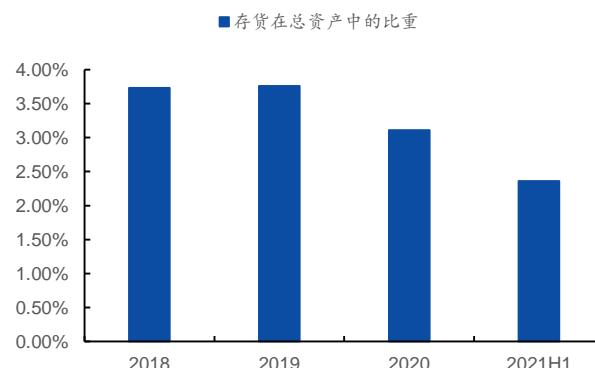
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 25: 趣睡科技存货周转率远超同业 (次/年)

图 26: 趣睡科技存货在总资产中的比重



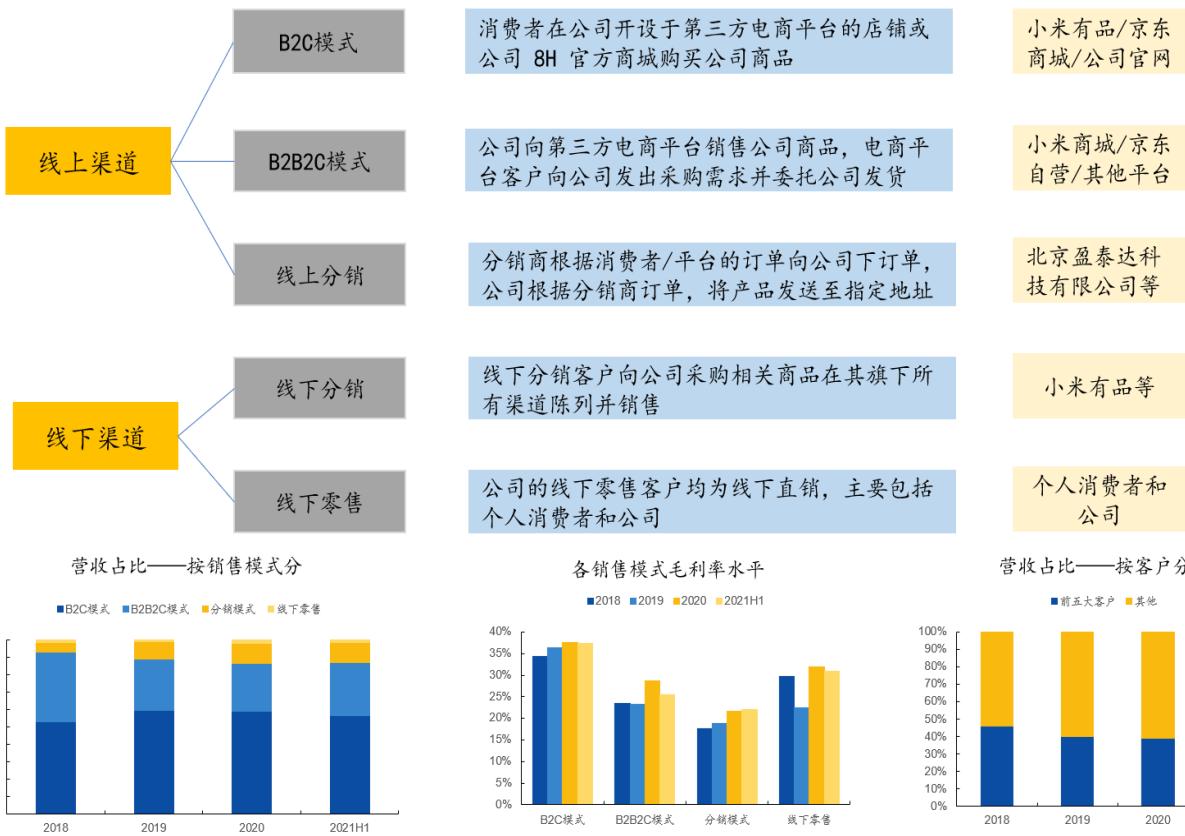
资料来源：公司招股说明书，Wind，国元证券研究所



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

### 1.3.4 销售模式视角：摒弃传统线下销售为主模式，实现线上渠道全覆盖

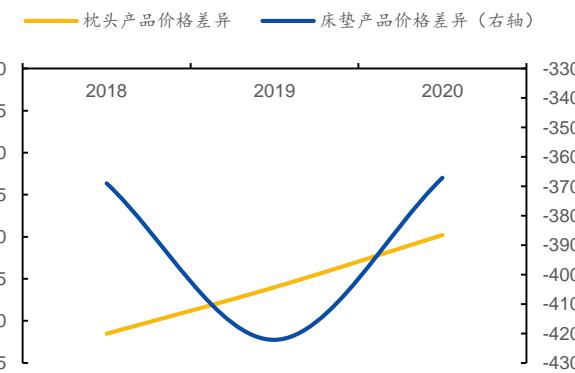
摒弃传统线下销售为主模式，通过线上渠道全覆盖直接触达终端消费者。相较于行业传统线下销售、ODM/OEM 大宗业务为主的模式，公司已实现线上 B2C 和 B2B2C 为主，线上分销为辅的线上渠道全覆盖。2018-2021H1 公司线上渠道销售在营收中的比重均超过 97% (同行业可比公司线上销售占比约为 10%-50%)，其中 B2C 销售模式占比均超 50%。线上渠道为主的销售模式不仅大幅降低了线下店铺运营、折旧摊销等费用；同时亦有利于公司直接触达终端消费群体。此外公司可结合电商平台各类促销和推广方式，采取更为灵活的定价原则，从而带来更高的产品溢价。我们以在公司营收比重中较高的床垫和枕头产品平均售价，与同行业可比公司同类产品价格进行对比，可以看到公司在床垫和枕头产品售价上均高于同业同类产品。

**图 27: 趣睡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 注: 各销售模式毛利率水平为各业务产品类型各销售渠道毛利率均值

**图 28: 2018 年以来公司线上渠道销售比重均超 97%**


资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

**图 29: 可比公司产品售价差异 (元)**


资料来源: 公司招股说明书, Wind, 国元证券研究所

注: 此处床垫产品价格差异为喜临门与梦百合床垫产品平均售价和趣睡科技床垫产品售价差值; 枕头产品价格差异为梦百合与趣睡科技枕头产品售价差值

**小米平台比重仍然偏大, 公司亦在逐步拓展其他销售渠道。作为小米生态链企业, 公**

司与小米平台的合作“源远流长”，公司主打“极致性价比”的产品也与小米平台的经营理念十分吻合。但随着小米平台家居类品牌数量的提升，平台内竞争日趋激烈；叠加小米平台主推米家系列产品并减少对其他产品的采购，小米平台在公司销售渠道中的比重近年来出现边际下滑，公司也开始转型拓展其他销售渠道。至 21H1 小米平台在所有销售渠道中的比重已下滑至 64.86%，较 2018 年下滑约 15pct。若从对营收拉动作用的角度看，2020 年小米渠道对营收的拉动作用为-16.45%，较 2019 年出现较大幅度下滑，2020 年公司营收增长主要依赖于其他平台销售规模的增长。

图 30：小米平台在所有销售渠道中的比重

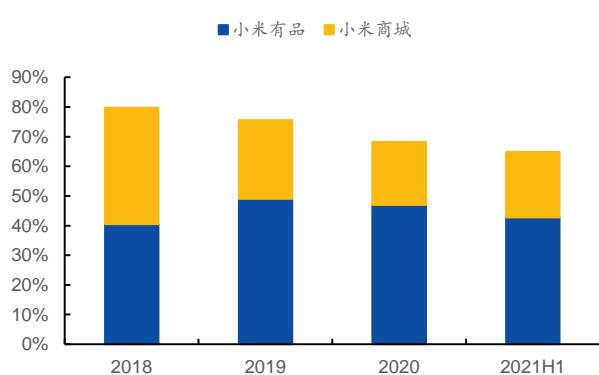
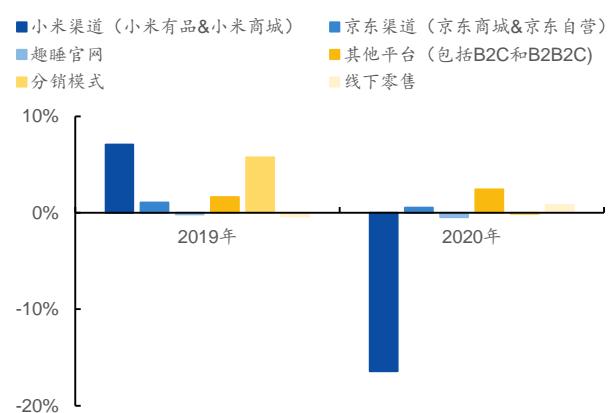


图 31：公司不同渠道对营收的拉动作用



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

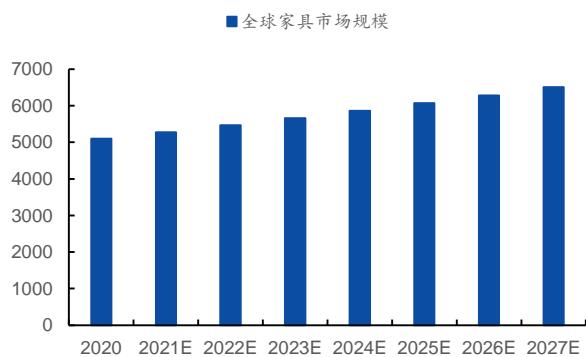
注：此处未包含分销模式中的小米平台数据

## 2. 行业逻辑：行业仍处发展红利期，消费需求和销售渠道渐趋多元

### 2.1 行业全景：赛道长坡厚雪，市场空间仍广阔

整体上看，家具家纺市场规模呈现出平稳增长态势。根据 Statista 数据显示，2020 年全球家具市场规模为 5098 亿美元，增速现趋于稳定，年增速中枢已收敛至 5% 左右水平。根据 Euromonitor 数据，2011-2018 年，国内家纺市场规模由 1373 亿元增长至 2204 亿元，CAGR 为 7%。

图 32: 全球家具市场规模 (亿美元)



资料来源: Statista, 国元证券研究所

图 33: 我国家纺市场规模 (亿元, %)



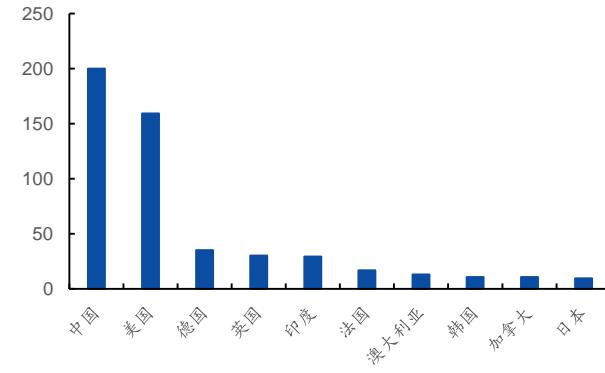
资料来源: Euromonitor, 国元证券研究所

我国为软体家具第一消费国, 床垫市场处于上升通道。根据 CSIL 数据报告, 2008-2017 年, 中国软体家具年产值已由 134 亿美元增长至 338 亿美元, CAGR 为 10.83%。我国已是世界最大软体家具消费国和最大软体家具生产国, 产值约占全球 46%。软体家具市场主要由细分床垫类市场和沙发类市场构成。国内虽然床垫市场发展时间较晚, 但在庞大消费者群体需求的驱动下, 床垫市场规模快速增长, 已由 2008 年 23.8 亿美元增长至 2017 年 89.4 亿美元, CAGR 为 15.8%。此外, 沙发市场规模稳步增长, 功能性沙发渗透率逐渐提升。

图 34: 2008-2017 年全球及我国软体家具市场规模 (亿美元, %)      图 35: 2016 年全球前十大软体家具消费国 (亿美元)



资料来源: CSIL, 国元证券研究所



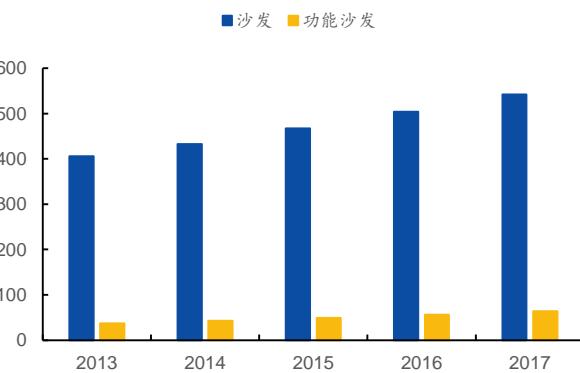
资料来源: CSIL, 国元证券研究所

图 36：我国软体家具床垫市场规模（亿美元）



资料来源：CSIL，国元证券研究所

图 37：我国软体家具沙发类市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

**全球电商渠道零售总额持续攀升，市场仍具广阔增量空间。** 互联网零售市场具有便捷化、多元化的特性优势，推动电商渠道快速发展。根据 Statista 数据，2020 年全球电商渠道零售额达到 4.28 万亿美元，并预期在 2021-2024 年保持 10% 的 CAGR 继续增长。我国电商发展速度也颇为迅猛，2011-2020 年近十年交易规模 CAGR 约为 21.54%；截至 2021 年 6 月，我国网络购物用户规模达 8.12 亿人，占比超过整体网络用户的 80%。

图 38：全球电商渠道整体零售额情况



资料来源：Statista，国元证券研究所

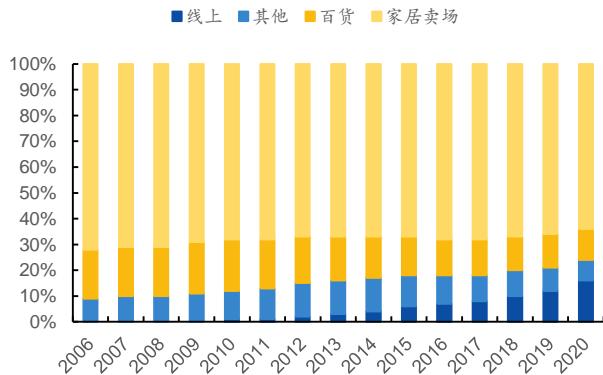
图 39：我国电子商务交易规模（万亿元，%）



资料来源：商务部，国元证券研究所

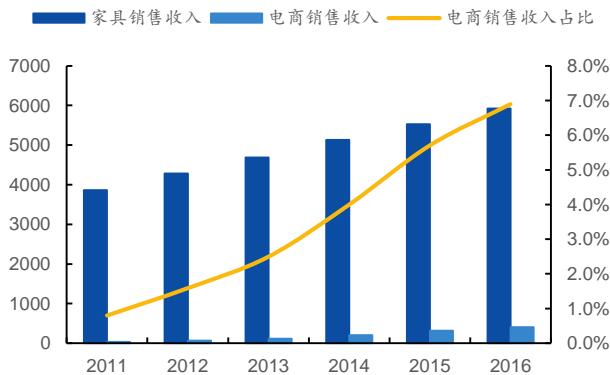
**销售模式悄然转变，电商渠道快速成熟，渗透率逐年提高。** 2011-2016 年，我国家居市场电商销售额比重由 0.8% 快速增长至 6.9%；至 2020 年疫情期间，线上渠道收入占比已达到 16%，位于历史高位。电商家居渠道不仅迎合年轻消费者的购物习惯，此外可有效减少人力和物力消耗、打破时空限制，在实现降本增效的同时也可与实体门店形成协同。

图 40：2006-2020 年家居行业各渠道收入占比情况（%）



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究所

图 41：2011-2016 年家居市场电商收入占比（亿元，%）

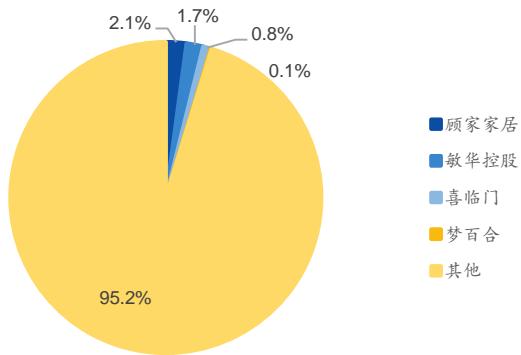


资料来源：Euromonitor, 国元证券研究所

## 2.2 短期视角：疫情洗牌下，竞争格局加速优化

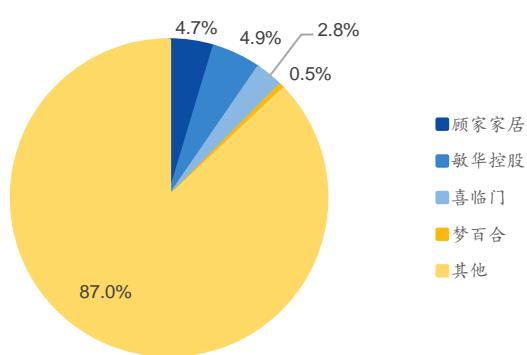
疫情加速家居行业格局优化，龙头企业紧抓扩张红利期。软体家居内销市场规模持续扩大，竞争格局加速优化。从市占率来看，疫情前的 2013-2019 年，行业 CR4（顾家、敏华、喜临门、梦百合）已然从约 4.8% 升至约 13%；在 2020 年疫情大环境下，软体家居竞争格局加速集中，龙头品牌效应更加凸显。小品牌企业归因于管理经营能力不高，抗风险水平较差，在疫情期间大多面临倒闭关店的危机，头部企业抓住这一契机，加速开店进行线下渠道扩张。龙头企业中敏华尤为亮眼，2021 年扩店净增 1125 家，开店数约为过往五年开店数之和。

图 42：2013 年软体家具市场竞争格局



资料来源：各公司公告，CSIL, 国元证券研究所

图 43：2019 年软体家具市场竞争格局



资料来源：各公司公告，CSIL, 国元证券研究所

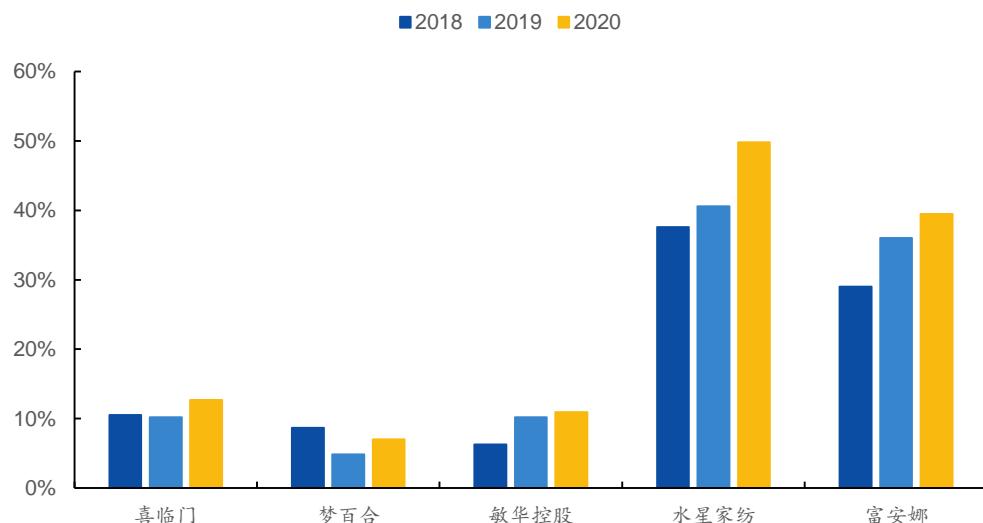
表 4：软体家居龙头线下门店扩店计划以及开店情况

	2020 年预计合计新开店数量	2021 年预计合计新开店数量	2020/2021 实际净增门店
顾家家居	300-400	800-1000	204
敏华控股	1000-1200	超 800 家	1125
喜临门	400-500	800-1000	643
梦百合	200-300	超 800 家	302

资料来源：各公司年报，国元证券研究所，注：敏华控股净增门店 1125 为 2021 财年年报所得，其余为 2020 年净增门店

**疫情推动家居品牌布局电商渠道，线上线下协同打法加快行业洗牌进程。**随着电商渗透率的提升，原先主要依靠线下门店销售的家居企业积极布局线上营销，线上销售额及占整体营收比例总体呈稳步上升趋势；龙头品牌积极顺应电商发展趋势，组建电商运营团队，建立官方网上商城或者在天猫、京东等电子商务平台开设旗舰店，利用直播、短视频开展线上品牌营销，在疫情期间吸收公域流量持续获客。小品牌企业由于资金实力不足，投入产出比低，难以在线上渠道获得有效回报，进一步被头部企业拉开差距。

图 44：2018-2020 年各大家居品牌线上渠道收入占比（%）

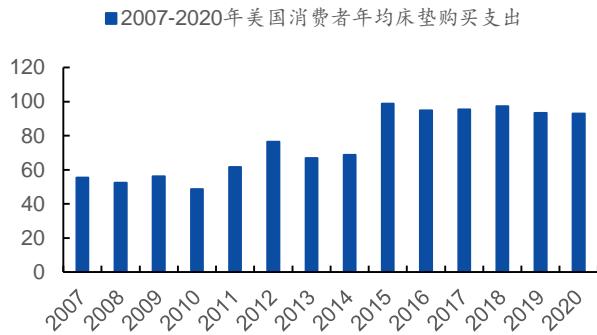


资料来源：各公司年报，国元证券研究所，注：敏华控股数据为国内线上营收占总营收的比重

### 2.3 他山之石：从美国成熟市场看行业发展将走向何方

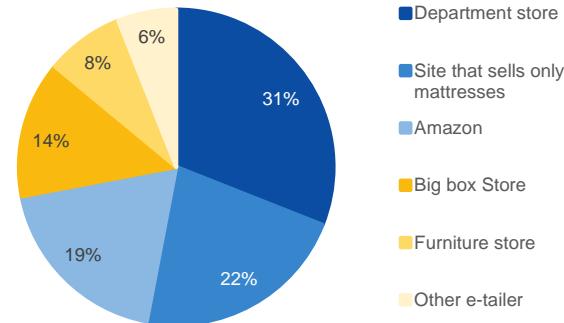
总体上看，美国市场已进入发展成熟期，消费需求仍然旺盛，消费渠道渐趋多元。美国是全球家居行业发展最早、成熟度最高的地区，在美国家居市场进入产品成熟期后，市场竞争格局逐渐趋于稳定，直到纯电商模式带来的业态变革给行业带来较大冲击。现阶段美国消费者对家居类产品需求仍然旺盛，以床垫为例，年均床垫购买支出仍在边际上升；在业态变革下，越来越多的美国消费者开始考虑线上购买床垫等家居用品，线上购买的渠道也渐趋多元。

图 45: 2007-2020 年美国消费者年均床垫购买支出 (美元)



资料来源: Bureau of Labor Statistics, 国元证券研究所

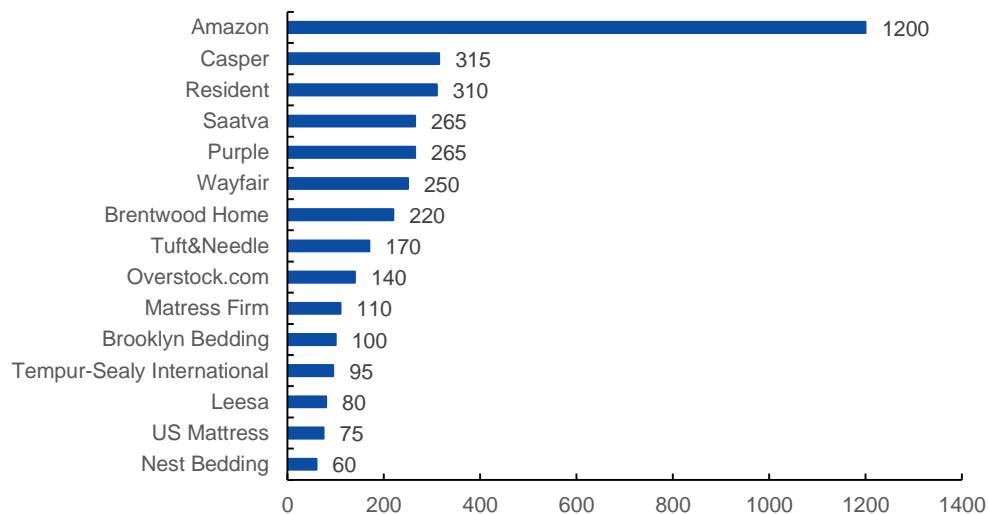
图 46: 2019 年美国消费者选择购买床垫的在线经销商比重 (%)



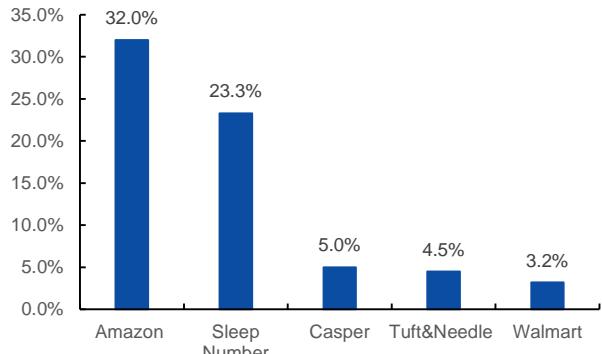
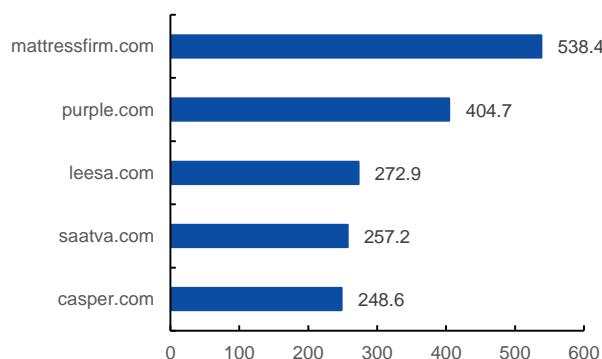
资料来源: Statista, 国元证券研究所

**美国家居电商市场比重稳步提升，龙头有望实现“强者恒强”。**回溯美国家居电商发展历史，最早可追溯到 2009 年美国互联网床垫公司 Saatva 成立，现家居电商在美国已发展十余年。根据《今日家具》数据，2017 年度美国 TOP5 电商床垫企业实现营收 14 亿美元，同比增长 85%；TOP15 电商床垫企业实现营收 22.69 亿美元，同比增长 66%。根据 Statista 统计，2017 年美国线上床垫销售额占比提升至 16%，2021 年预计将达到 27%。至 2019 年，亚马逊以高达 12 亿美元的销售额成为美国第一大在线床上用品零售商，在美国线上床类和床垫销售商市场份额占比高达 32%。同时根据 Statista 数据，美国电子商务市场上以 mattressfirm.com 为首的在线商城床垫净销售额前三名亦分别达到 5.38 亿美元、4.05 亿美元和 2.73 亿美元。

图 47: 2019 年美国销售额领先的线上床上用品销售商 (百万美元)



资料来源: Furniture Today, Strategic Insight, 国元证券研究所

**图 48：2019 年美国线上床类和床垫销售商市场份额**

**图 49：2020 年美国领先在线商城床垫销售部分的净销售额（百万美元）**


资料来源：Forbes, rakuten intelligence, 国元证券研究所

资料来源：ecommerceDB.com, Statista, 国元证券研究所

### ➤ 案例借鉴：美国床垫明星 Casper Sleep——家居电商新零售运营典范

**Casper** 是美国家居电商新锐品牌，公司专注于 DTC 线上直营，产品覆盖床垫、枕头以及其他床品。Casper 于 2014 年成立，定位打造区别于传统床垫企业的、以消费者为中心的新型睡眠品牌。公司将线上直营作为主要销售渠道，主打产品为“盒式床垫”。2018 年，成立仅五年的 Casper 在美国成熟的床垫市场市占率达到 3.2%，排名第 7，营收达到 3.58 亿美元。

我们将 Casper 的成功归结为其商业模式的创新：

- ✓ 渠道创新：公司定位于 DTC 线上直销，避开竞争激烈的传统线下床垫零售红海，开辟线上渠道新蓝海；初期打出品牌效应后开设线下体验店，实现线上线下双渠道驱动，利于协同，扩大渠道优势。
- ✓ 产品创新：首创“Mattress in the box”盒式床垫优化运输和交付效率；精简 SKU 打造极致单品；关注消费者需求，扩大睡眠产品矩阵。
- ✓ 营销创新：开创了“全球睡眠经济概念”，并利用头部社交媒体平台和名人影响力开打品牌知名度；重金搜索引擎引流；博客网站内容营销引流。

图 50: Casper 官网“盒式床垫”宣传图



资料来源: Casper 官网, 国元证券研究所

图 51: 名人在社交媒体为 Casper 引流



Add a comment...

资料来源: Twitter, 国元证券研究所

### Casper 模式在趣睡科技上的可行性应用分析:

**渠道端:** 趣睡科技采用了与 Casper 的 DTC 相似的 B2C 的消费者直销模式, 以客户为中心, 以消费者产品需求为中心; 此外依靠国内领先的互联网电商平台, B2B2C 的模式也成为公司线上销售渠道的一大分支; 未来趣睡科技可探索线下直营店和体验店布局形成线上为主、线下协同的格局, 增强公域流量的获取能力。

**产品端:** 公司区别传统厂商繁多复杂的产品款式, 其中力量打造单品爆款与 Casper Sleep “打造极致单品”理念相符; 开发卷装技术解决床垫等大件产品物流运输和入户难的互联网电商一大销售痛点; 7-21 天的无理由退货和 21 天试睡期售后方案解决潜在消费者“网上消费对实物不放心”和“退货难”的痛点, 现公司亦推出 100 天免费试睡床垫。

**营销端:** 公司仅采用常规的电商平台营销模式, Casper 名人宣传和社交媒体造势在国内微博、小红书、抖音等平台同样可复制, 未来在营销端有更进一步的空间。

表 5: 趣睡科技和 Casper Sleep 商业模式对比

	趣睡科技	Casper Sleep
渠道端	主要通过互联网平台进行销售, 线上渠道销售占比近三年均超过 97%, 线上渠道包括 <u>B2C 模式、B2B2C 模式和分销商模式</u>	初期依靠 <u>DTC 线上直销</u> , 后期探索 <u>自营门店布局, 辅以经销商合作</u> , 迈向线上线下一体化
产品端	抓住消费者痛点, 精简产品款式数量, 集中力量推出优势产品, <u>打造单品爆款</u> ; 开发 <u>卷装技术</u> 实现家居产品的小巧便携与简易安装; 售后 7-21 天无理由退货, 床垫 <u>21 天试睡期</u> , 增强购买欲望, <u>现亦推出 100 天免费试睡床垫</u>	致力于打造极致单品, 精简床垫 SKU, 仅推出符合大众需求的高性价比产品; 创新 <u>“盒式产品”</u> , 优化运输和交付效率; 售后 <u>100 天试睡期</u> , 不满意支持无理由退货, 购买后给予 10 年保修期, 消除退货压力

营销端	利用 <u>电商平台提供的标准工具及服务</u> <u>推广引流</u> ，例如众筹展位、年框推广等；产品上线后利用达人测评、满减优惠和抽奖等引流和营造热度	切入 Twitter、Facebook、Instagram 等头部社交媒体，利用 <u>名人效应</u> 进行品牌推广；鼓励购买者在平台分享 <u>开箱视频</u> 创造热度；搜索引擎设置关键词置顶引流
-----	---	---

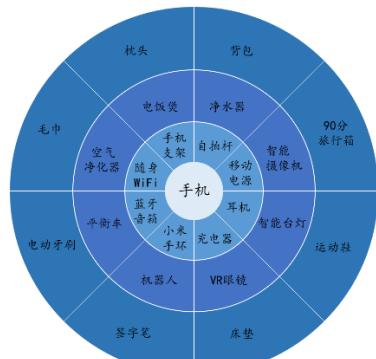
资料来源：趣睡科技招股书，Casper 官网，公开资料整理，国元证券研究所

综上，我们认为伴随行业  $\beta$  与公司  $\alpha$  共振，趣睡科技或已进入发展机遇期

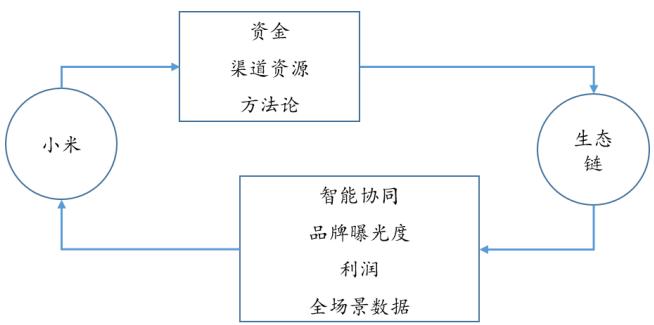
- ✓ 借鉴美国成熟市场经验，线上家居电商在商业模式上通过较少 SKU 打造爆款战略迅速占领消费者心智，具有较强的产品溢价，创新扁平化的渠道以及更优的服务体验，或将成为我国后续家居行业的重要发展方向。
- ✓ 疫情加速行业格局优化，行业集中度提高，公司凭借独特线上家居的商业模式和打造爆款产品的品牌力等竞争优势，未来市场份额有望提升，参考美国床垫明星 Casper Sleep，线上床垫品牌或将迎来发展机遇期。
- ✓ 公司商业模式主要通过线上渠道向消费者销售家居产品，没有线下门店，不受疫情对线下销售冲击的影响；公司产品均采用外包生产方式，直接向供应商采购成品，减少了疫情对自身产品生产进程的影响。
- ✓ 疫情一定程度改变人们的消费方式，公司深耕线上家居细分赛道，避开传统饱和、竞争激烈的线下家居渠道，消费方式由线下逐渐转向线上的趋势对公司利好，公司可与龙头家居形成差异性渠道销售。

### 3. 深度思考：从其他优质小米生态链企业看趣睡科技后续发展道路

小米生态链搭建始终围绕“高性价比+优质品质”的核心理念，向目标公司提供投资、供应链、设计能力和销售渠道等资源，而生态链公司则依托自身的设计能力为小米打造“米家”品牌产品并在小米的销售渠道进行销售。该模式使得相关公司在成长初期能够获得较为充足的资金维持运营和持续研发的能力，同时可使用小米平台自身渠道和流量以降低成本。目前，该模式已经成功孵化出多家优质上市公司。

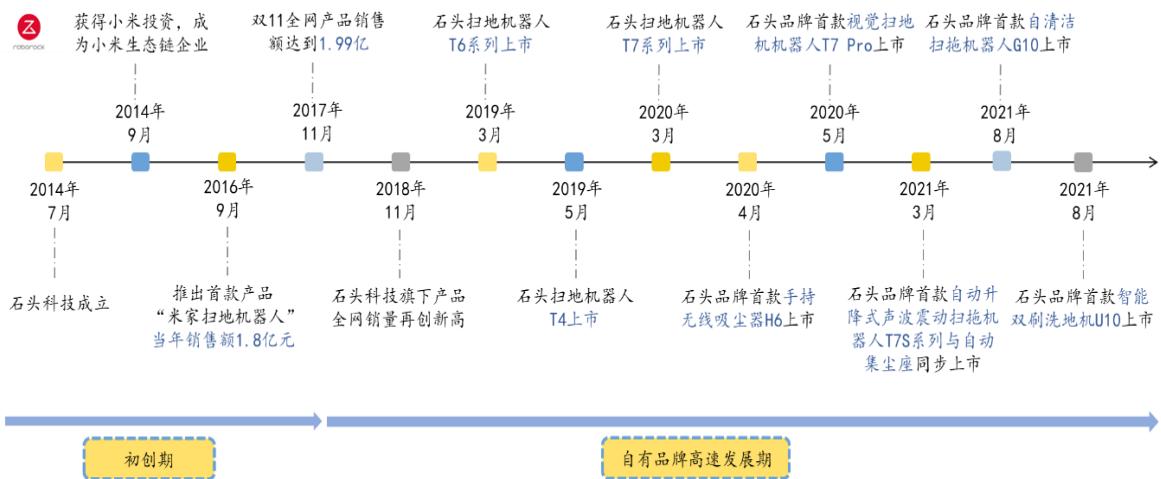
**图 52：小米生态链覆盖范围示意图**


资料来源：互联网实验室，国元证券研究所

**图 53：小米模式为小米生态链公司提供多方面支持**


资料来源：国元证券研究所

**石头科技和九号公司是小米生态链孵化出的经典案例。**石头科技是一家成立于 2014 年的研发生产智能扫地机器人的科技公司，同年 9 月获得小米投资。在推出首款产品“米家智能扫地机器人”并获得市场认可后，公司不断研发并推出自有品牌“石头”系列产品。自 2018 年石头品牌产品首次进入市场，到 2021 年 8 月首款智能双刷洗地机 U10 上市，公司产品持续升级迭代、功能不断细分，全系列产品分为智能双刷洗地机、自清洁扫拖机器人、扫拖机器人、扫地机器人、手持无线吸尘器、商用清洁机器人，可应用于不同材质地面和场景。

**图 54：石头科技发展历程**


资料来源：石头科技公司官网，国元证券研究所

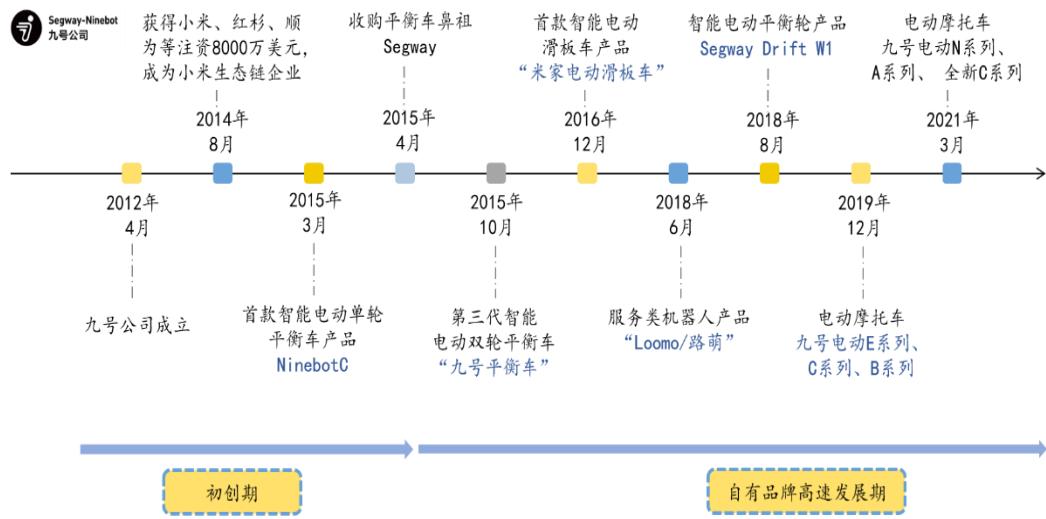
图 55：石头科技自有品牌产品示意图



资料来源：石头科技公司官网，国元证券研究所

九号公司是一家专注于智能短交通机器人研发及销售的公司，成立于 2014 年并于当年获得小米、红杉等资本投资，次年收购平衡车鼻祖 Segway，公司成立后推出的首款产品“米家电动滑板车”系小米委托研发生产并在小米渠道进行销售。公司对研发极为重视，截至 2021 年 6 月，公司累计获得 2600 余项专利，研发人员超 1200 人，占公司员工总数的 40%。

图 56：九号公司发展历程

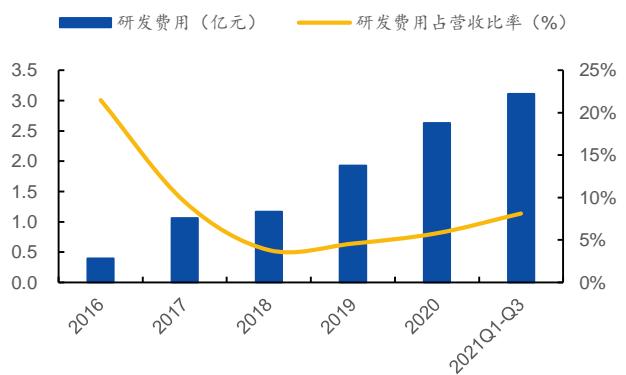


资料来源：九号公司公司官网，国元证券研究所

我们认为，在小米为生态链内公司创立初期输血的模式下，公司能否走出小米模式的“襁褓”并成功打造自有品牌，一是取决于公司自身研发能力和产品更新迭代速度是否能实现消费者对自有品牌的高度认可；二是需要在产业链各个环节即采购、生产、销售等方面保持较高的独立性。从九号公司和石头科技的发展历程看，凭借前期小米的投资和小米产品销售带来的营收，公司能够在产品研发和技术革新上投入大量资金，再结合小米产品的市场反馈，使得产品能够在较短时间内以高频率升级迭代从而快速为自有品牌打出市场。此外随着自有品牌业务的拓展，二者对小米销售渠道

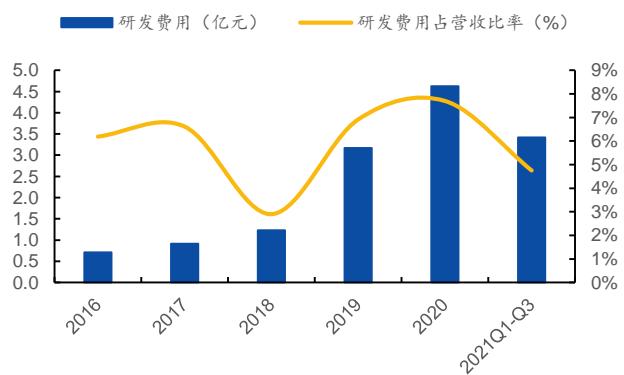
上的依赖也在边际减弱。

图 57：石头科技研发费用及占营收比例



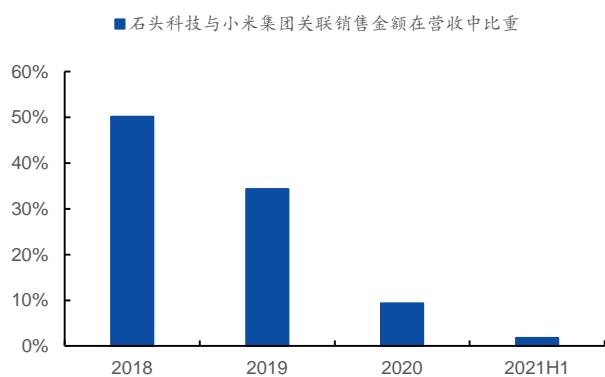
资料来源：石头科技公司公告，国元证券研究所

图 58：九号公司研发费用及占营收比例



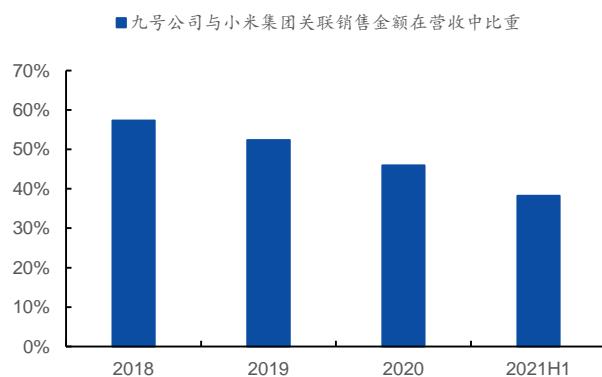
资料来源：九号公司公司公告，国元证券研究所

图 59：石头科技与小米集团关联销售金额在营收中比重



资料来源：石头科技公司公告，国元证券研究所

图 60：九号公司与小米集团关联销售金额在营收中比重



资料来源：九号公司公司公告，国元证券研究所

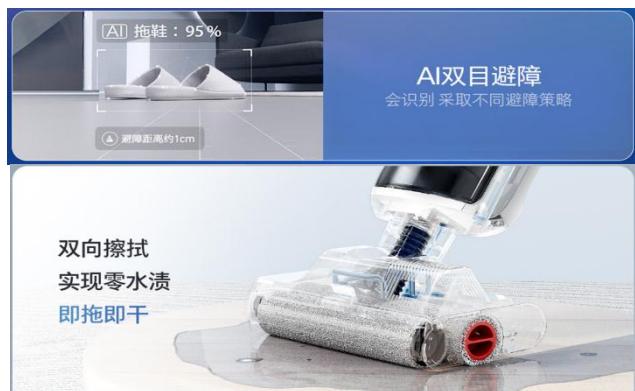
以石头科技为例，在产品更新迭代方面，石头科技在产品上大量运用自主研发形成的技术和专利，产品的销量验证了公司在产品设计、技术水平和定价等方面与市场需求的一致性。从扫地机器人的三大核心能力角度看，公司自主研发的 ToF 激光雷达提高了产品的空间定位和路径规划能力，双 500 万像素摄像头形成双目视觉以达到精确测距进而规避障碍物，产品创新实现扫拖同时进行，遇到地毯可规避或抬起抹布。对石头科技而言，产品的迭代是技术升级的体现，高频率的产品换代速度意味着技术水平的高速提升。在销售渠道拓展方面，石头科技持续拓展了天猫、苏宁易购、亚马逊等第三方线上平台及线下无关联经销商，并已在积极部署美国、欧洲及东南亚市场，建立全球分销网络。

图 61：石头科技自主研发的新一代ToF 激光雷达



资料来源：石头科技公司官网，国元证券研究所

图 62：石头科技产品可实现精准避障、同时扫拖



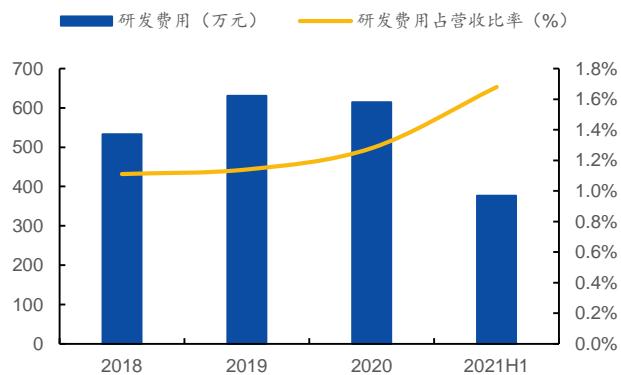
资料来源：石头科技公司官网，国元证券研究所

对比石头科技和九号公司的成长路径，我们认为趣睡科技已拥有完整的业务体系，具有独立面向市场获取业务的能力，目前处于加速研发扩充品类+多渠道拓展阶段。公司打造的核心品牌“8H”涵盖床垫、沙发、实木床、实木茶几、睡枕、被褥、功能性产品等，产品类别不断扩张，研发投入占营收比例亦在持续增加。此外公司与小米集团关联销售金额在营收中比重也在逐年下滑，至 2021H1 仅为 22.56%。我们认为，随着“8H”品牌知名度提升、产品类别持续扩大，以及其他渠道的持续拓展，公司品牌在家居领域的竞争力和影响力将进一步提升。

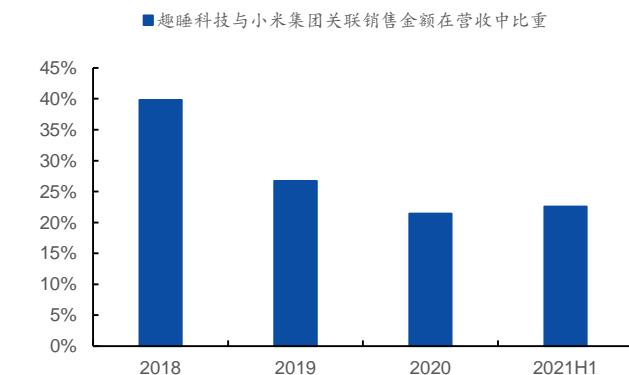
图 63：趣睡科技自有品牌“8H”



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**图 64：趣睡科技研发费用情况**


资料来源：公司公告，国元证券研究所

**图 65：趣睡科技与小米集团关联销售金额在营收中比重**


资料来源：公司公告，国元证券研究所

综上，我们认为，趣睡科技的成长路径与同为小米生态链的石头科技、九号公司的成长路径具有一定相似性：成立后获得小米等资本投入，加入小米生态链→小米委托产品研发并提供销售渠道，所获营收用于支撑公司运营和研发→打造自主品牌品牌力，持续拓展销售渠道并增强产业链其他环节的独立性，逐渐摆脱对小米品牌/渠道及其他环节的依赖→持续研发强化自主品牌产品并进一步拓展其他渠道，稳定占据市场份额。从产品角度看，公司成立即推出自主品牌“8H”，对小米委托研发产品依赖性较小。从销售渠道角度看，由于小米渠道用户规模庞大、定位精准，短期内公司对小米渠道仍有一定依赖性，但渠道拓展为大势所趋，后续对小米渠道的依赖将进一步减小。预计随着产品持续迭代升级、品牌知名度边际提升、销售渠道逐渐多元，公司自有家居品牌业务有望不断增强。

## 4.募投概况：加强研发设计及营销渠道建设，业务提质增效 成长可期

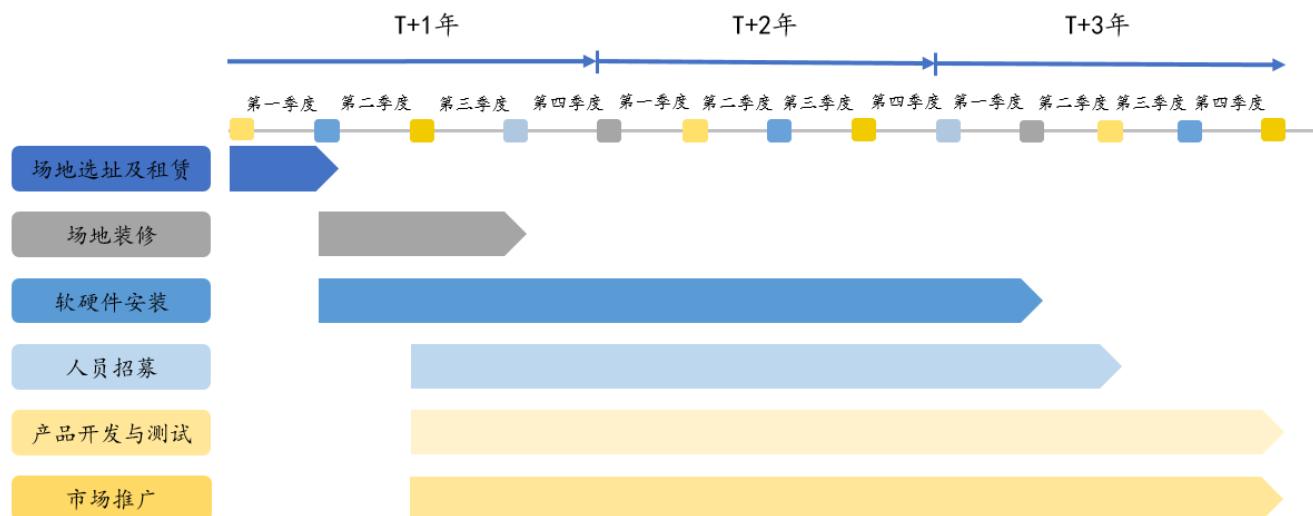
公司拟公开发行股票数量不超过 1000 万股，不低于本次公开发行后发行人总股本的 25%。公司本次募集资金用于主营业务的扩张和升级，包括全系列产品升级与营销拓展项目、家居研发中心建设项目、数字化管理体系建设项目和补充流动资金项目。公司计划 3 年后于四川省成都高新区和浙江省杭州市建成家居研发中心和数字化管理体系，同时完成全系列产品升级与营销拓展项目。全系列产品升级与营销拓展项目将针对消费者需求和行业技术发展，开展对现有产品的持续升级，并加大其他家具家纺产品的创新研发，丰富产品品种，优化产品结构，从而覆盖更多的家居使用场景，更好地满足消费者需求，同时进一步加大宣传推广的投入，拓展线上线下销售渠道，扩大公司品牌知名度。

表 6：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	拟用募集资金投入 金额（万元）	预计建设周期 (月)	项目概况
1	全系列产品升级与营销拓展项目	46,235.30	36	依据公司业务发展战略，对现有产品进行持续研发升级，并加大对营销渠道的建设，进一步提升公司的品牌影响力。
2	家居研发中心建设项目	19,266.07	36	将根据公司发展战略，建立新材料、新工艺以及新结构研发中心，持续引进材料和结构领域的专业人才，形成专业的产品技术团队，进而提升公司在家具家纺产品领域的产品研发优势。
3	数字化管理体系建设项目	5,320.94	24	对公司现有数字化信息系统进行全面升级，并着重加强在信息化供应链管理方面的投入，提升公司供应链信息化水平，从而提升供应链管理效率。同时，通过开发大数据客户行为分析系统，充分利用公司积累的客户数据，开展数据分析，加强公司对消费者市场的理解，进一步提升公司对未来市场发展趋势的识别、分析和应对能力。
4	补充流动资金	9,700.00		-
合计		80,522.31		-

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 66：全系列产品升级与营销拓展项目进度



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

**核心假设:**伴随电商行业和全球家居市场的快速发展,公司自有家居品牌知名度的不断提升以及产品力的不断增强,有望助力公司实现平稳快速发展。但公司其他渠道仍处于拓展阶段,叠加部分原有和新爆款产品销售增长相对乏力等因素或对公司业绩增长仍有一定影响。我们预计2021-2023年家具类产品收入为3.39/3.90/4.47亿元,同比增长11.42%/15.13%/14.52%;家纺类产品实现营收1.76/1.86/2.05亿元,同比增长1.10%/5.47%/9.99%。

整体来看,我们预计2021-2023年不同产品的销量及均价依然存在差异化变动。具体来看,1)床垫产品:该部分产品是家具类产品的主要细分销售品类,2020年度,公司床垫产品销售收入实现2.22亿元,未来三年随着公司核心品牌“8H”知名度的扩大,叠加产品创新力度的加强,我们预计该类产品将维持稳定增长的趋势。2)沙发产品:2021年上半年KY Alta轻奢意式沙发取得较好销量,未来三年我们预计沙发产品均价仍有提升空间,销量也将逐步回暖。3)床类产品:公司在2018-2020年不断推出床类产品,于2019年底上市的智能电动床使得公司床类收入占比较以往年度有所提升。未来三年,我们预计产品销售收入将依托销量的较高增速而继续保持增长。4)其他类家具产品:随着渠道拓展以及品牌力和产品力的提升,预计未来三年销量和均价将稳步提升。5)家纺类产品:预计未来三年营收保持平稳增长态势。

表7: 趣睡科技盈利预测

产品名称	项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
家具类产品	营业收入(万元)	29475.77	35464.07	30407.18	33879.61	39006.82	44668.73
	增长率(%)		20.32%	-14.26%	11.42%	15.13%	14.52%
	营业成本(万元)	21126.59	23472.41	22488.58	25240.31	28474.98	31714.80
	增长率(%)		11.10%	-4.19%	12.24%	12.82%	11.38%
	毛利率(%)	28.33%	33.81%	26.04%	25.50%	27.00%	29.00%
家纺类产品	营业收入(万元)	18538.89	19740.12	17439.72	17630.69	18595.02	20452.31
	增长率(%)		6.48%	-11.65%	1.10%	5.47%	9.99%
	营业成本(万元)	12607.86	13200.29	12022.22	12165.18	12458.66	13294.00
	增长率(%)		4.70%	-8.92%	1.19%	2.41%	6.70%
	毛利率(%)	31.99%	33.13%	31.06%	31.00%	33.00%	35.00%

资料来源:公司公告,国元证券研究所预测

综上所述,伴随公司未来加大品牌建设,叠加产品力和渠道端的不断提升,行业地位进一步稳固,未来销售业绩有望边际改善。我们预计公司2021-2023年分别实现营收5.15/5.76/6.51亿元,归母净利润为0.71/0.83/1.00亿元。通过选取家居行业上市公司作为公司估值参照,2022年PE加权平均值为19.6X。我们认为公司未来将继续强化自主品牌优势,通过“持续打造爆款产品+实行高效供应链管理+线上渠道全覆盖”三轮驱动进一步打开自身发展空间,中长期看点十足,考虑到公司发展前景及新股溢价,预计趣睡科技PE(2022E)为25-30X,对应市值为21-25亿元。

**表 8: 趣睡科技盈利预测**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	552.18	478.61	515.10	576.02	651.21
收入同比(%)	14.96	-13.32	7.62	11.83	13.05
归母净利润(百万元)	73.93	67.88	70.79	83.40	100.50
归母净利润同比(%)	68.52	-8.18	4.29	17.82	20.50
ROE(%)	25.12	18.70	16.40	6.27	7.02
每股收益(元)	2.46	2.26	2.36	2.09	2.51

资料来源: Wind, 国元证券研究所预测

注: 以发行后总股本 40 百万股估算 EPS

**表 9: 可比公司估值对比**

代码	证券简称	PE (2021E)	PE (2022E)	PE (2023E)	总市值(亿元)
603008.SH	喜临门	23.80	18.28	14.10	130
603313.SH	梦百合	284.60	13.50	9.22	74
603816.SH	顾家家居	26.18	20.95	17.10	442
	加权平均值	55.30	19.56	15.59	

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 总市值及盈利预测为 2022 年 2 月 15 日数据, 盈利预测为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

- 1、产品创新不及预期
- 2、产品采购成本超预期
- 3、行业竞争加剧
- 4、渠道拓展不及预期
- 5、发行进度不及预期

**财务预测表**

资产负债表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	449.27	487.36	568.10	1485.65	1601.63
现金	29.01	212.57	240.00	1142.83	1259.36
应收账款	38.04	40.84	77.27	73.85	65.12
其他应收款	2.13	1.51	5.05	5.76	7.81
预付账款	0.44	1.51	4.68	6.26	7.34
存货	17.64	15.78	29.92	33.57	37.36
其他流动资产	362.01	215.15	211.19	223.39	224.65
<b>非流动资产</b>	19.64	19.95	21.78	24.20	27.50
长期投资	9.72	9.62	10.00	11.00	12.00
固定资产	9.34	9.70	10.38	11.50	13.40
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.58	0.63	1.40	1.70	2.10
<b>资产总计</b>	468.91	507.31	589.89	1509.85	1629.14
<b>流动负债</b>	174.13	144.19	157.52	178.79	197.63
短期借款	10.01	0.00	-9.35	0.00	0.00
应付账款	75.63	80.83	84.32	92.17	102.06
其他流动负债	88.49	63.36	82.55	86.62	95.57
<b>非流动负债</b>	0.45	0.06	0.73	0.80	0.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.45	0.06	0.73	0.80	0.75
<b>负债合计</b>	174.58	144.26	158.25	179.59	198.38
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	30.00	30.00	30.00	40.00	40.00
资本公积	248.27	249.11	249.11	1054.33	1054.33
留存收益	16.06	83.94	154.73	238.13	338.63
归属母公司股东权益	294.33	363.05	431.64	1330.26	1430.76
<b>负债和股东权益</b>	468.91	507.31	589.89	1509.85	1629.14

现金流量表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	341.12	164.85	32.68	78.15	107.57
净利润	73.93	67.88	70.79	83.40	100.50
折旧摊销	0.00	0.00	0.51	0.59	0.69
财务费用	0.29	-0.68	-2.13	-3.13	-4.00
投资损失	-9.80	-8.75	-6.97	-7.52	-8.28
营运资金变动	0.00	0.00	-30.69	8.48	19.48
其他经营现金流	276.70	106.40	1.18	-3.67	-0.82
<b>投资活动现金流</b>	-301.22	30.21	3.54	-3.03	4.96
资本支出	9.86	1.09	1.60	2.00	3.00
长期投资	-4.49	0.00	0.38	1.00	1.00
其他投资现金流	-295.85	31.30	5.52	-0.03	8.96
<b>筹资活动现金流</b>	-35.33	-37.52	-8.79	827.71	4.00
短期借款	0.01	-10.01	-9.35	9.35	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	10.00	0.00
资本公积增加	116.15	0.84	0.00	805.22	0.00
其他筹资现金流	-151.50	-28.34	0.56	3.13	4.00
现金净增加额	4.57	157.54	27.43	902.83	116.53

利润表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	552.18	478.61	515.10	576.02	651.21
营业成本	366.73	345.11	374.05	409.34	450.09
营业税金及附加	3.04	4.43	2.06	2.30	2.60
营业费用	82.68	45.12	51.51	59.91	73.59
管理费用	15.30	8.84	7.21	6.91	6.51
研发费用	6.31	6.15	8.00	10.00	12.00
财务费用	0.29	-0.68	-2.13	-3.13	-4.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.01	0.26	0.70	0.72	0.82
投资净收益	9.80	8.75	6.97	7.52	8.28
<b>营业利润</b>	99.32	89.30	92.61	109.31	131.81
营业外收入	0.07	0.01	0.01	0.01	0.01
营业外支出	0.00	0.09	0.00	0.06	0.16
<b>利润总额</b>	99.39	89.22	92.62	109.26	131.66
所得税	25.46	21.34	21.83	25.86	31.16
<b>净利润</b>	73.93	67.88	70.79	83.40	100.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	73.93	67.88	70.79	83.40	100.50
EBITDA	99.62	88.62	90.99	106.77	128.50
EPS (元)	2.46	2.26	1.77	2.09	2.51

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.96	-13.32	7.62	11.83	13.05
营业利润(%)	57.49	-10.09	3.71	18.04	20.58
归属母公司净利润(%)	68.52	-8.18	4.29	17.82	20.50
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	33.59	27.89	27.38	28.94	30.88
净利率(%)	13.39	14.18	13.74	14.48	15.43
ROE(%)	25.12	18.70	16.40	6.27	7.02
ROIC(%)	25.17	18.57	16.02	6.09	6.82
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.23	28.44	26.83	11.89	12.18
净负债比率(%)	5.74	0.00	-5.81	0.09	0.08
流动比率	2.58	3.38	3.61	8.31	8.10
速动比率	2.48	3.27	3.42	8.12	7.92
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.28	0.98	0.94	0.55	0.41
应收账款周转率	8.85	12.14	8.72	7.62	9.37
应付账款周转率	4.71	4.41	4.53	4.64	4.63
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.46	2.26	1.77	2.09	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	34.11	16.48	3.27	7.81	10.76
每股净资产(最新摊薄)	29.43	36.30	43.16	133.03	143.08

### 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，本报告清晰准确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”）在中华人民共和国内地（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](http://www.gyzq.com.cn)

### 国元证券研究所

#### 合肥

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  
邮编：230000  
传真：(0551) 62207952

#### 上海

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：200135  
传真：(021) 68869125  
电话：(021) 51097188