

慕思股份 (001323.SZ)

床垫掘金，健康睡眠文化传播者

床垫行业龙头，高端睡眠解决方案提供商。公司系中国床垫领军品牌，健康睡眠文化传播者。2018-2021年公司营收CAGR为26.7%，归母净利润CAGR为46.9%。经公司测算，2022Q2公司营收中值为18.05亿元（同比+15.2%），归母净利润中值为205.9亿元（同比+8.4%），疫情影响下业绩稳健增长。

存量将至，我们预计2030年市场规模达1444亿元（10年CAGR约10%）。床垫作为高毛利标品，具备品牌溢价，因此厂商、渠道盈利能力领先，商业模式属家居行业最优。考虑床垫置换频率领先，预计2023年存量市场规模超新房市场规模，2030年床垫市场规模达1444亿元（10年CAGR约10%），存量房/新房需求分别为928亿元/516亿元（10年CAGR分别为14%/5%）。

马太效应显著，国内行业进入整合期。目前千亿规模赛道CR5仅24%（美国为70%），中国床垫龙头对产品+品牌+渠道协同性、全面性能力的要求相较于同一时期的海外龙头更高，且消费升级趋势对产品丰富度提出更高要求，龙头在行业整合中深化内功修炼，产品&渠道&品牌共振向上，看好市占率加速提升。

慕思：高端形象入人心，产品&渠道齐发力。1）营销：公司营销投入力度领先行业，成功打造出五大贯穿全年的IP活动；聚焦中高端客户圈层，通过举办演唱会、邀请流量明星等方式提升品牌影响力；同时360°金管家服务打造优质客户口碑，2020年和2021年终端管理费（圣诞节回馈客户）分别同比增长18.5%和11.6%；2）渠道：公司线下经销商管理细致、体系完善，门店拓展加速，2021年专卖店数量较2020年末+1400家至4900家；电商渠道持续发力，2021年公司在天猫、京东平台官方旗舰店收入分别同比+35.9%、+68.7%；直供渠道欧派贡献80%收入，占比持续提升；3）产品：公司重视产品研发设计，智能生产增强成本控制能力，2018-2021年公司平均床垫生产人工成本占比为7.34%（同期喜临门平均为7.39%），单位生产成本CAGR为-5.2%；且受益于品牌溢价，公司产品单价具备竞争力。

盈利预测及投资建议：公司产品&渠道齐发力进入加速成长期，预计2022-2024年归母净利润分别为8.22/10.18/12.16亿元，分别同比增长19.7%/23.9%/19.4%，考虑公司营销持续发力、具备床垫品牌溢价，且渠道精细化管理能力强，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：疫情影响超预期；房地产下行超预期；原材料价格波动超预期；竞争超预期加剧；测算存在误差。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,452	6,481	7,721	9,063	10,478
增长率 yoy (%)	15.3	45.6	19.1	17.4	15.6
归母净利润（百万元）	536	686	822	1,018	1,216
增长率 yoy (%)	61.1	28.0	19.7	23.9	19.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.34	1.72	2.05	2.55	3.04
净资产收益率 (%)	28.5	26.7	24.2	23.1	21.6
P/E (倍)	41.8	32.7	27.3	22.0	18.4
P/B (倍)	11.9	8.7	6.6	5.1	4.0

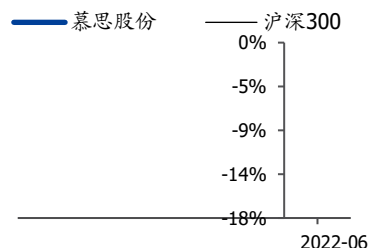
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年6月23日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业	服装家纺
6月23日收盘价(元)	56.06
总市值(百万元)	22,424.56
总股本(百万股)	400.01
其中自由流通股(%)	10.00
30日日均成交量(百万股)	1.80

股价走势



作者

分析师 姜春波

执业证书编号：S0680521070003

邮箱：jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文强

执业证书编号：S0680122040027

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1747	2014	3170	4056	5517	营业收入	4452	6481	7721	9063	10478
现金	1274	1423	2495	3257	4610	营业成本	2258	3566	4270	4976	5794
应收票据及应收账款	32	59	50	77	69	营业税金及附加	37	47	60	70	81
其他应收款	61	80	88	109	119	营业费用	1105	1596	1892	2175	2462
预付账款	100	136	145	185	196	管理费用	289	315	363	417	472
存货	265	299	377	411	506	研发费用	90	155	178	208	241
其他流动资产	15	17	17	17	17	财务费用	5	-9	-59	-43	-64
非流动资产	1727	2484	2420	2616	2754	资产减值损失	-3	-2	0	0	0
长期投资	0	0	-1	-1	-2	其他收益	12	12	0	0	0
固定资产	941	1531	1471	1607	1746	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	307	300	340	387	383	投资净收益	5	4	2	3	4
其他非流动资产	478	652	610	624	628	资产处置收益	-1	-5	0	0	0
资产总计	3473	4498	5590	6672	8272	营业利润	681	818	1019	1263	1495
流动负债	1527	1722	1953	2017	2401	营业外收入	5	6	4	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	24	6	10	11	13
应付票据及应付账款	640	569	879	808	1156	利润总额	663	818	1013	1257	1487
其他流动负债	887	1153	1075	1208	1245	所得税	127	131	193	240	272
非流动负债	66	210	210	211	211	净利润	536	686	821	1018	1215
长期借款	0	0	0	1	1	少数股东损益	0	0	-1	0	0
其他非流动负债	66	210	210	210	210	归属母公司净利润	536	686	822	1018	1216
负债合计	1593	1932	2163	2228	2612	EBITDA	724	931	1090	1323	1541
少数股东权益	0	0	-1	-1	-2	EPS (元/股)	1.34	1.72	2.05	2.55	3.04
股本	360	360	400	400	400	主要财务比率					
资本公积	1404	1404	1404	1404	1404	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	113	800	1621	2638	3853	成长能力					
归属母公司股东权益	1880	2566	3428	4446	5661	营业收入 (%)	15.3	45.6	19.1	17.4	15.6
负债和股东权益	3473	4498	5590	6672	8272	营业利润 (%)	59.4	20.0	24.7	23.9	18.3
						归属母公司净利润 (%)	61.1	28.0	19.7	23.9	19.4
						获利能力					
						毛利率 (%)	49.3	45.0	44.7	45.1	44.7
						净利率 (%)	12.0	10.6	10.6	11.2	11.6
						ROE (%)	28.5	26.7	24.2	23.1	21.6
						ROIC (%)	26.0	22.7	21.5	20.5	19.2
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	45.9	43.0	38.7	33.4	31.6
						净负债比率 (%)	-64.2	-43.7	-67.5	-69.1	-78.3
						流动比率	1.1	1.2	1.6	2.0	2.3
						速动比率	0.9	0.9	1.3	1.7	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4
						应收账款周转率	107.5	142.9	142.9	142.9	142.9
						应付账款周转率	3.9	5.9	5.9	5.9	5.9
						每股指标 (元)					
						每股收益 (最新摊薄)	1.34	1.72	2.05	2.55	3.04
						每股经营现金流 (最新摊薄)	2.47	2.49	2.83	2.66	3.99
						每股净资产 (最新摊薄)	4.70	6.42	8.47	11.01	14.05
						估值比率					
						P/E	41.8	32.7	27.3	22.0	18.4
						P/B	11.9	8.7	6.6	5.1	4.0
						EV/EBITDA	29.3	22.9	18.5	14.7	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 6 月 23 日收盘价

内容目录

1 床垫龙头品牌，倡导健康睡眠文化.....	7
1.1 中国床垫领军品牌，健康睡眠文化传播者.....	7
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富.....	10
2 床垫行业：存量将至，强者恒强.....	12
2.1 商业模式：高毛利标品，具备品牌溢价.....	12
2.2 存量市场将至，渗透率提升&存量置换为核心驱动.....	15
2.3 竞争格局：马太效应显著，国内行业进入整合期.....	19
2.3.1 美国：研发打基础、营销+渠道拓市场、并购扩版图.....	19
2.3.2 中国：龙头产品&渠道&品牌共振向上，行业整合进行时.....	27
3 慕思：高端形象入人心，产品&渠道齐发力.....	34
3.1 营销：营销投入行业领先，高端品牌形象深入人心.....	34
3.2 渠道：线下渠道为主，线上&直供快速发展.....	37
3.2.1 线下门店：经销商管理细致，门店加速拓展.....	37
3.2.2 线上电商：增速领先，天猫贡献主要收入.....	40
3.2.3 直供：强强联合，欧派为主要合作方.....	41
3.3 产品：兼顾研发设计、智能制造与售后服务，生产效率领先.....	42
3.4 供应链：公司运营效率突出，产业链管理能力出众.....	43
4 财务分析.....	46
5 盈利预测及投资建议.....	48
5.1 盈利预测.....	48
5.2 投资建议.....	49
风险提示.....	50

图表目录

图表 1: 慕思财务一图看.....	7
图表 2: 公司发展历程.....	8
图表 3: 公司主要产品.....	8
图表 4: 慕思品牌矩阵.....	9
图表 5: 公司主营业务构成.....	9
图表 6: 2018 年各渠道收入占比 (%).....	10
图表 7: 2021 各渠道收入占比 (%).....	10
图表 8: 2018 年分地区收入占比 (%).....	10
图表 9: 2021 分地区收入占比 (%).....	10
图表 10: 慕思股权结构图.....	11
图表 11: 公司主要高管履历.....	11
图表 12: 2021 年床垫和沙发产品成本构成.....	13
图表 13: 床垫生产工艺流程.....	13
图表 14: 各不同种类床垫特点.....	13
图表 15: 2021 年各床垫制造商床垫毛利率拆分.....	14
图表 16: 各床垫厂商自主品牌收入占比及综合毛利率.....	14
图表 17: 家居行业价值链拆分.....	14
图表 18: 慕思终端渠道毛利率对比 (%).....	15
图表 19: 慕思不同销售渠道下主要产品单价分析 (元/套).....	15

图表 20: 全球主要床垫市场规模 (亿美元)	15
图表 21: 量价测算框架	16
图表 22: 美国新房/成屋销售增速和床垫市场规模增速	16
图表 23: 美国主要以成屋销售为主	16
图表 24: 中国床垫消费场景以新房为主	17
图表 25: 中国住宅销售/竣工面积和床垫市场规模增速	17
图表 26: 中国: 过半消费主力非常重视睡眠问题	17
图表 27: 美国: 认为幸福和健康最重要的因素	17
图表 28: 中国: 消费层面提升卧具品质排名第一	18
图表 29: 美国: 提升睡眠质量的关键	18
图表 30: 中国: 消费者床垫使用年限 (2021 年)	18
图表 31: 美国: 消费者床垫使用年限 (2018 年)	18
图表 32: 中国床垫市场规模测算	19
图表 33: 2016-2020 年美国床垫市场竞争格局	20
图表 34: 美国床垫关键技术历史	20
图表 35: 美国前五大床垫公司核心技术、产品及价格带	21
图表 36: 专业床垫市场份额 (%)	21
图表 37: 泰普尔和 SleepNumber 研发费用及费用率 (百万美元, %)	21
图表 38: 美国前五大床垫公司持续进行营销投入	22
图表 39: 泰普尔&丝涟广告费用及占营收比重	22
图表 40: SleepNumber 广告费用及占营收比重	22
图表 41: 美国寝具市场渠道占比 (%)	23
图表 42: 2020 年美国床垫各渠道收入同比增速 (%)	23
图表 43: 泰普尔&丝涟北美收入主要来自批发渠道	23
图表 44: Casper 及 Wayfair 收入规模增速高	23
图表 45: Sleep Number 各渠道收入占比	24
图表 46: 美国床垫 TOP5 北美销售终端数量	24
图表 47: 2020 年美国 TOP25 家具和床垫渠道商	24
图表 48: 2020 年美国家具零售商销售额及增速	25
图表 49: 2019 年美国寝具线上零售商销售额	25
图表 50: Wayfair 线下体验店	26
图表 51: Casper 推出线下睡眠体验概念店	26
图表 52: 美国 TOP5 床垫厂商并购历史	26
图表 53: 美国床垫行业格局小结	27
图表 54: 国内头部床垫企业成立时间	27
图表 55: 2021 年我国床垫市场竞争格局	27
图表 56: 我国弹簧床垫占比较高	28
图表 57: 2017 年各床垫制造商在各区域门店数量占比	28
图表 58: 我国 TOP5 内销床垫收入规模及占比 (亿元)	28
图表 59: 中国: 影响选购床垫的重要因素	29
图表 60: 美国: 影响选购床垫的重要因素	29
图表 61: 我国床垫品牌核心和标志性营销	29
图表 62: 2016-2021 年各公司销售费用率 (%)	30
图表 63: 2016-2021 年各公司广告费用率 (%)	30
图表 64: 国内床垫品牌门店数量	31
图表 65: 头部床垫品牌占据头部 KA 卖场优质位置	31
图表 66: 顾家家居价值链拆分	32

图表 67: 中美家具行业电商渗透率对比	32
图表 68: 年轻消费者偏好网购渠道购买家具产品	32
图表 69: 2021 年中美床垫龙头线上收入情况	33
图表 70: 中国床垫市场格局小结	33
图表 71: 五大贯穿全年的 IP 活动	34
图表 72: 2018-2021 年公司广告费用	34
图表 73: 广告费用率横向对比	34
图表 74: 公司营销宣传途径	35
图表 75: 2021 年消费者网购家居产品渠道占比	36
图表 76: 家居行业各渠道占比及变化	36
图表 77: 慕思广告费用结构 (百万元)	36
图表 78: 慕思金管家服务流程	37
图表 79: 2018-2021 年公司终端管理费用及占比	37
图表 80: 各公司经销门店数量对比	37
图表 81: 2018-2021 年经销渠道收入	37
图表 82: 经销商数量及淘汰率 (个, %)	38
图表 83: 慕思睡眠体验馆	38
图表 84: 公司经销商管理体系完善	38
图表 85: 慕思经销商经营情况跟踪	39
图表 86: 主要家居公司单店模型对比	39
图表 87: 2018-2021 年直营渠道收入	40
图表 88: 2018-2021 年直营门店数量 (家)	40
图表 89: 2018-2021 电商渠道收入规模及增速	40
图表 90: 公司线上业务收入增速跑赢线下 (%)	40
图表 91: 公司电商渠道收入结构 (百万元)	41
图表 92: 公司各电商平台人均消费金额 (元)	41
图表 93: 抖音直播渠道销售情况对比	41
图表 94: 欧派特供——慕思·苏斯系列	41
图表 95: 直供渠道收入及增速	41
图表 96: 2021 年慕思 V6 床架荣获中国外观设计优秀奖	42
图表 97: 公司原材料供应商	42
图表 98: 各企业床垫单位生产成本对比 (元)	42
图表 99: 各企业床垫生产中人工成本占比	42
图表 100: 2021 年各床垫企业单价对比 (元/套)	43
图表 101: 2021 年各床垫企业毛利率对比 (%)	43
图表 102: 我国各床垫品牌电商主要终端价格带及中值 (元)	43
图表 103: 软体家居企业产能对比	44
图表 104: 公司 IPO 募投项目情况	44
图表 105: OBM、ODM、OEM 生产模式区分	45
图表 106: 2018-2021 年主要床垫企业应收账款占营收比例 (%)	45
图表 107: 2018-2021 年主要床垫企业存货周转率 (次/年)	45
图表 108: 2018-2021 年各公司应付账款占资产比重 (%)	46
图表 109: 2018-2021 年各公司合同负债占营收比重 (%)	46
图表 110: 公司主要原材料采购单价变动情况 (%)	46
图表 111: 2021 年原材料成本构成	46
图表 112: 2018-2022Q1 公司营业收入	47
图表 113: 2018-2022Q1 公司利润情况	47

图表 114: 2018-2021 年公司销售费率构成	47
图表 115: 2021 年公司销售费率主要构成横向对比	48
图表 116: 2018-2021 年公司销售费率横向对比	48
图表 117: 2018-2021 年公司加权 ROE 横向对比	48
图表 118: 2018-2021 年公司 ROA 横向对比	48
图表 119: 收入拆分及盈利预测 (百万元)	49
图表 120: 可比公司估值	49

1 床垫龙头品牌，倡导健康睡眠文化

1.1 中国床垫领军品牌，健康睡眠文化传播者

中国床垫领军品牌，健康睡眠文化倡导者。慕思成立于 2004 年，旗下拥有 7 大主力品牌，构建完整中高端及年轻时尚品牌矩阵，满足消费者定制化健康睡眠需求；通过极具辨识度的“老人形象”品牌视觉向广大消费者传递公司专业和专注的工匠精神，成功打造五大 IP 活动，被国家工商行政管理总局评选为“中国驰名商标”。2018-2021 年公司营收从 31.88 亿元增长至 64.81 亿元（CAGR 达 26.7%），归母净利润从 2.16 亿元增长至 6.86 亿元（CAGR 达 46.9%）。经公司测算，2022Q2 公司营收中值为 18.05 亿元（同比+15.2%），归母净利润中值为 205.9 亿元（同比+8.4%），疫情影响下业绩稳健增长。

图表 1：慕思财务一图看

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
营业总收入	3187.72	3862.09	4452.42	6481.04	1244.77
YOY		21.16%	15.29%	45.56%	0.20%
归母净利润	216.37	333.00	536.34	686.44	124.10
YOY		53.91%	61.06%	27.99%	-9.07%
扣非归母净利润	242.62	425.49	575.96	677.23	123.69
YOY		75.37%	35.37%	17.58%	-8.67%
毛利率	49.14%	53.49%	49.28%	44.98%	45.01%
期间费用率	39.32%	41.45%	33.47%	31.73%	32.20%
销售费用率	30.73%	31.32%	24.82%	24.63%	23.25%
管理+研发费用率	8.11%	9.71%	8.53%	7.25%	8.75%
财务费用率	0.48%	0.42%	0.12%	-0.14%	0.20%
归母净利率	6.79%	8.62%	12.05%	10.59%	9.97%
存货周转天数	69.02	56.76	41.52	28.48	41.06
较上年同期增减		-12.26	-15.24	-13.04	41.06
应收账款周转天数	4.08	4.03	3.33	2.52	5.33
较上年同期增减		-0.05	-0.70	-0.82	5.33
应付账款周转天数	67.13	81.43	91.70	61.03	59.98
较上年同期增减		14.30	10.27	-30.67	-24.32
合同负债	419.54	968.08	288.59	251.96	216.07
较上年同期增减		21.90	57.96	-36.63	216.07
经营性现金流净额	358.08	943.35	986.37	994.61	-312.05
较上年同期增减		585.27	43.03	8.24	-234.46
资本开支	511.38	369.17	456.19	768.18	191.43
较上年同期增减		-142.21	87.02	311.98	45.88
ROE	29.65%	31.84%	28.53%	26.75%	4.72%
YOY (±)		2.19%	-3.31%	-1.78%	-2.54%
资产负债率	61.08%	55.17%	45.88%	42.95%	34.21%
YOY (±)		-5.92%	-9.29%	-2.92%	34.21%

资料来源：招股说明书，Wind，国盛证券研究所

复盘公司发展历程，可分为以下三个维度：

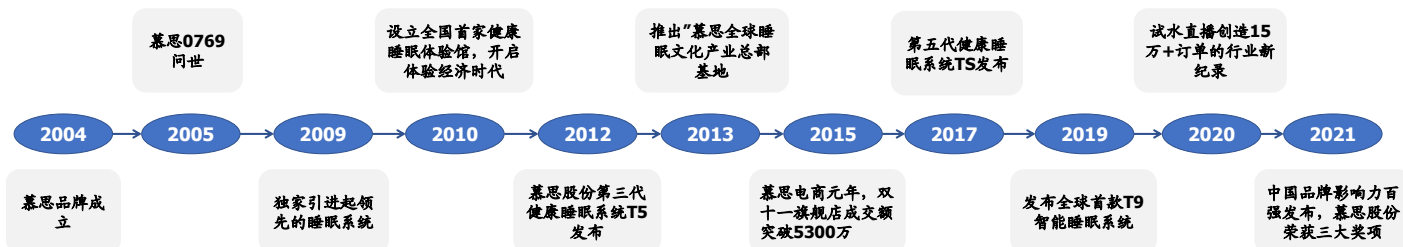
1) 品牌初创，倡导健康睡眠文化：2004 年慕思品牌创立，公司坚定不移推广健康睡眠文化，提升慕思品牌形象，每年均举行数次大型活动，比如“全球睡眠文化之旅”、“全国健康睡眠万里行”等。此外，慕思通过赞助电影、演唱会和运动联赛（澳大利亚网球公开赛）等形式，依托明星&影视节目共同推广品牌文化；其中，刘德华、陈奕迅等大牌明星均有献唱，并且《床上关系》、《向死而生》等电影均广受好评。

2) 加强核心技术积累&品牌营销，推进全球合作：2009 年慕思与欧洲比利时 ARTILAT N.V（阿蒂兰特）、RAKO BEDING（瑞寇）及意大利 SALVADORI S.R.L（肖瓦多瑞）三大公司签定长年合作协议，独家引进上述三大公司全球领先睡眠系统（包括床垫、排骨架等）的制造材料和技术；此后，更是与兰博基尼、丰田、Bedgear 等多名国际知名品牌合作签约。通过引进海外先进技术经验，加强全球品牌合作，慕思成功从中国走向世界，在

纽约、科隆、柏林、墨尔本、布里斯班等大城市开设旗舰店。

3) 产品推陈出新、渠道加速扩张，业内地位领先：慕思潜心研发，产品不断推陈出新，凯奇、0769、3D、米兰等系列问世，此外健康睡眠系统不断更新换代。面对线上渠道崛起，慕思紧抓消费者需求，迈入电商渠道，打造OTO商城，2015年天猫成交额突破5300万元，首战告捷；2020年起公司加速线下渠道扩张，依托新系列&新产品高速开店，进入成长加速期。截止2020年，慕思以品牌价值356.9亿再次荣登中国品牌价值500强，连续三年蝉联寝具行业首位。

图表2：公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

床垫为核心，品类布局多元化。床垫是公司的核心产品，公司根据不同人群身体特点和睡眠习惯，构建完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵，满足消费者“量身定制”产品需求。近年来公司积极拓展卧室品类，并外延至以按摩椅为主的助眠类产品和以沙发、桌椅为主的客卧配套品。

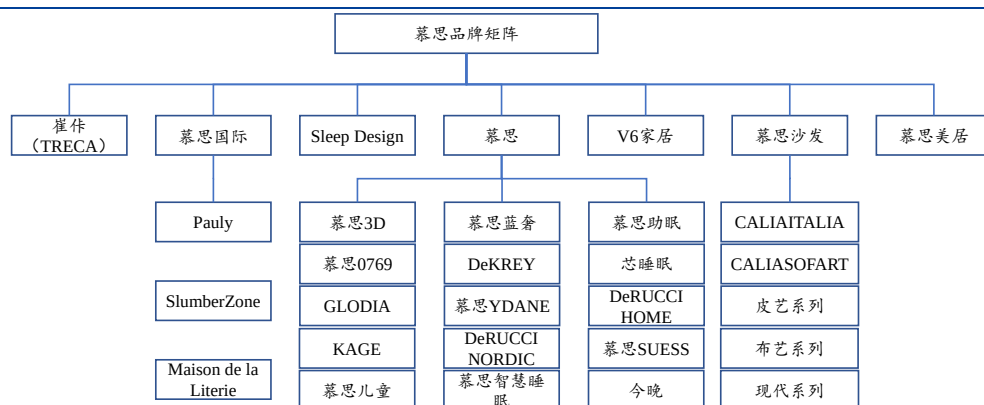
图表3：公司主要产品



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

7 大主力品牌构建完整中高端及年轻时尚品牌矩阵。公司深耕健康睡眠领域十余年，凭借出色的研发技术、稳定的产品质量和细致周到的售后服务，“慕思”已成为我国床垫行业的知名品牌。为满足不同用户对睡眠产品的需求，公司不断整合全球优质睡眠资源。目前已形成7大主力品牌，包括“慕思”、“V6家居”、“崔作（TRECA）”、“慕思国际”、“思丽德赛（Sleep Designs）”、“慕思沙发”和“慕思美居”，构建完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵，可满足消费者定制化的健康睡眠需求。

图表 4: 慕思品牌矩阵



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

床垫与床架贡献主要收入,销量贡献主要增长。2018-2021年公司床垫收入分别为18.37、22.51、23.96、32.19亿元,占总营收比例分别为58.1%、59.0%、54.2%和49.7%;床架收入分别为7.28、8.88、11.72和17.93亿元,占总营收比例分别为23.0%、23.3%、26.5%、27.7%,床垫与床架贡献主要收入。2019-2021年床垫价格下降1.8%/13.1%/2.9%,主要系直营渠道逐渐收缩、直供渠道客户采购量增长以及让利经销商所致;销量分别同比增长24.9%/22.5%/38.3%,贡献主要增长。

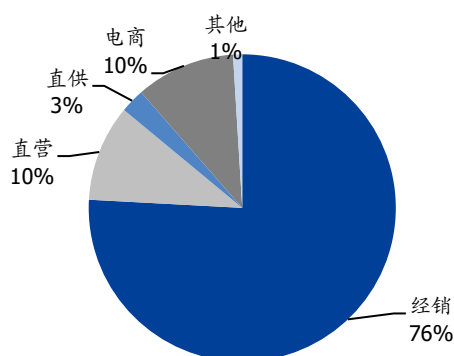
图表 5: 公司主营业务构成

	2018年	2019年	2020年	2021年
床垫				
收入(亿元)	18.37	22.51	23.96	32.19
销量(万张)	74.52	93.04	113.97	157.64
平均单价(元/张)	2464.82	2419.93	2102.60	2041.99
单位成本(元/张)	1026.57	939.38	855.49	873.43
毛利率(%)	58.36	61.19	59.32	57.23
业务收入比例(%)	58.07	59.01	54.22	49.67
床架				
收入(亿元)	7.28	8.88	11.72	17.93
销量(万套)	19.53	22.46	36.68	60.20
平均单价(元/张)	3726.48	3951.77	3196.74	2978.65
单位成本(元/套)	2299.03	2208.37	1845.69	1826.78
毛利率(%)	38.26	44.10	42.27	38.67
业务收入比例(%)	23.01	23.27	26.53	27.67
床品				
收入(亿元)	2.96	3.64	4.31	5.05
毛利率(%)	39.72	44.57	38.07	39.70
业务收入比例(%)	9.36	9.54	9.76	7.79
其他主营业务				
收入(亿元)	3.02	3.12	4.19	8.99
毛利率(%)	25.21	29.61	19.73	12.83
业务收入比例(%)	9.55	8.18	9.49	13.88
其他业务				
收入(亿元)	0.25	0.47	0.33	0.65
毛利率(%)	90.36	90.00	91.90	98.06
业务收入比例(%)	0.77	1.21	0.74	1.00

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

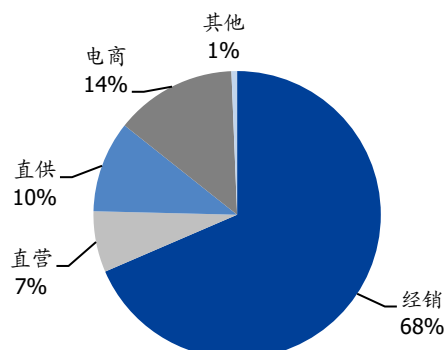
经销为主，电商&直供渠道占比稳步上升。2018-2021 年公司经销渠道收入 CAGR 为 22.4%，占比从 75.3%下降至 67.8%；线上渠道和直供渠道发展迅速，2018-2021 年收入 CAGR 分别为 38.4%和 101.4%，占比分别从 10.4%/2.5%提升至 13.5%/10.2%。

图表 6: 2018 年各渠道收入占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

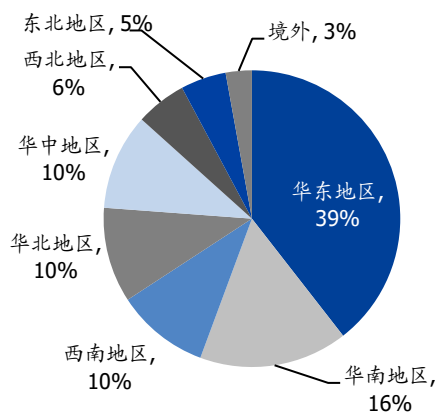
图表 7: 2021 各渠道收入占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

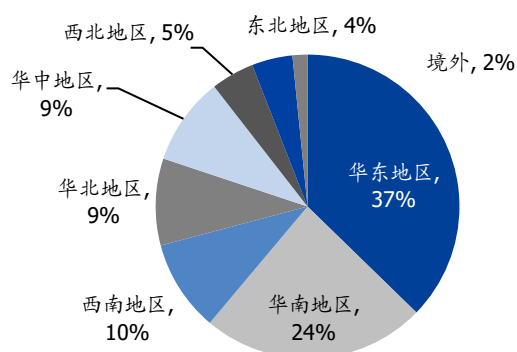
内销为主，华东、华南等经济发达地区为优势区域。2018-2021 年公司国内收入占比保持在 96%以上，分区域看，华东和华南为核心销售区域，合计销售占比维持在 55%以上，其中华东地区销售占比达 35%-40%，华南地区销售增长最快（2018-2021 年 CAGR 为 44.0%）。综合来看，公司品牌定位相对高端，因此收入分布主要聚集于经济发展水平和居民消费能力较高区域，但伴随公司品牌&系列多元化，预计收入分布将趋于全国化。

图表 8: 2018 年分地区收入占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 9: 2021 分地区收入占比 (%)



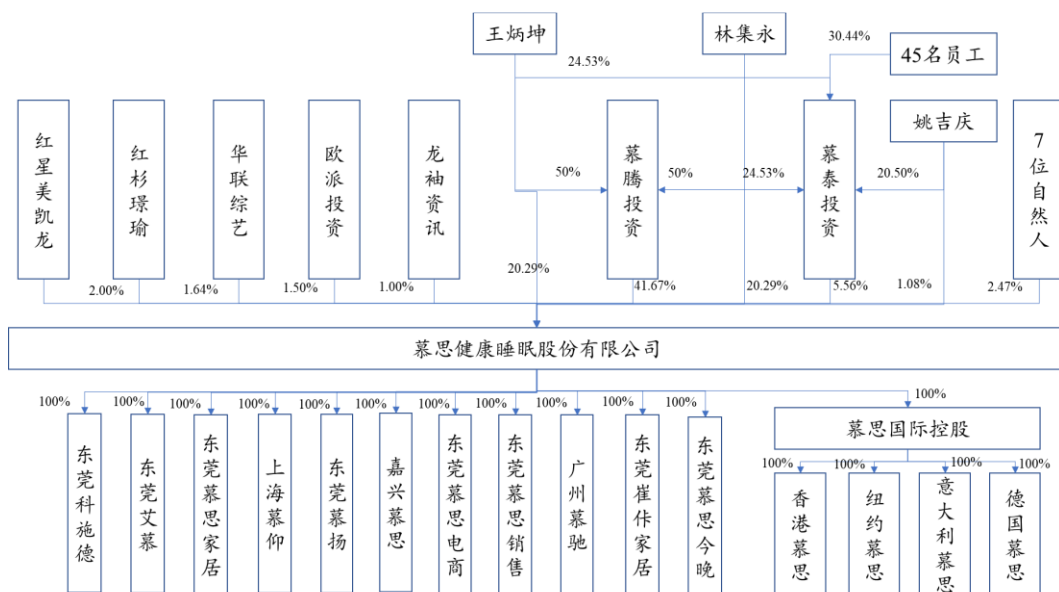
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

股权结构集中，激励充分，合作伙伴参股。公司的实际控制人为王炳坤和林集永，合计直接和间接持股占公司本次发行前股份比例的 85.0%。此外，公司核心管理层及合作伙伴均持有公司股权，1) 核心员工: 姚吉庆控股比例为 2.2%，45 名员工合计持有公司股权 1.7%；2) 合作伙伴: 红星美凯龙、红杉璟瑜（红杉资本私募基金）、华联综艺（执行董事汪林朋系居然之家实控人）、欧派投资（欧派家居子公司）、龙袖咨询（实控人系

红星美凯龙副总经理车建芳)、张志安(欧派投资监事)分别持股2.5%、2.0%、1.6%、1.5%、1.0%、0.5%。

图表 10: 慕思股权结构图



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

管理团队经验丰富, 著名职业经理人加盟。公司总经理王炳坤在创立慕思前, 从事米洛、诺亚、和梦甜甜等家居品牌代理经销业务, 积累家居领域丰富管理经验, 为人善于洞察和自省、决策效率高; 2012 年著名职业经理人姚吉庆加入, 姚吉庆曾任华帝集团、任威莱数码和奥克斯空调总经理职位, 并在加入慕思前担任欧派集团营销总监, 善于跨界与接受挑战、具备创新精神, 同时强调和经销商共赢思维。其余高管也分别是各自领域中的专业人士, 加入慕思前就积累较为深厚的行业经验。

图表 11: 公司主要高管履历

姓名	性别	职务	出生日期	履历
王炳坤	男	总经理	1972 年 6 月	1998 年 1 月至 2003 年 12 月, 从事米洛、诺亚、和梦甜甜等家具家居品牌代理经销业务; 2004 年 1 月至 2007 年 3 月, 与林集永共同创立慕思品牌, 并依托东莞市大志家具有限公司经营; 2007 年 4 月至 2020 年 8 月, 任慕思有限执行董事、经理、董事长; 2020 年 9 月至今, 任公司董事长、总经理。
姚吉庆	男	副总经理	1965 年 2 月	1996 年 8 月至 2001 年 3 月, 历任广东华帝集团营销总监、总经理; 2001 年 4 月至 2006 年 4 月, 任威莱数码总经理; 2006 年 5 月至 2007 年 12 月, 任奥克斯空调总经理; 2008 年 1 月至 2011 年 12 月, 任广东欧派家居营销总监; 2012 年 1 月至 2020 年 8 月, 历任慕思有限总裁、董事; 2020 年 9 月至今, 任公司副董事长、副总经理。
盛艳	女	副总经理	1981 年 2 月	2014 年 2 月至 2020 年 8 月, 任慕思销售副总经理、荟萃家居总经理; 2020 年 9 月至今, 任公司董事、副总经理。
江涛	男	副总经理	1976 年 7 月	2000 年 1 月至 2006 年 2 月, 任伊莱克斯(中国)电器区域经理; 2006 年 2 月至 2017 年 2 月, 任方太厨具电器华北大区营销总经理; 2017 年 2 月至 2020 年 8 月, 任慕思有限销售中心总经理; 2020 年 9 月至今, 任公司副总经理, 分管经销渠道销售。
李立发	男	财务总监	1971 年 12 月	本科学历, 中级会计师职称, 中国注册会计师资格。 1999 年 4 月至 2014 年 4 月, 任洋紫荆油墨(中山)财务总监、管理委员会委

员；

2015 年 1 月至 2016 年 3 月，任成都托展新材料财务总监；

2016 年 3 月至 2020 年 8 月，任慕思有限财务总监；

2020 年 9 月至今，任公司财务总监。

硕士研究生学历，高级会计师职称、中国注册会计师资格、中国注册税务师资格和上市公司董事会秘书资格。

1991 年 7 月至 1996 年 8 月，任飞利浦汽车照明（现已更名为亮锐科技（湖北））财务部副经理；1996 年 9 月至 2007 年 2 月，在香港大同机械企业任财务中心总经理；

2007 年 3 月至 2010 年 5 月，任深圳浩宁达仪表（现已更名为深圳赫美集团）董事兼董事会秘书；

2010 年 6 月至 2010 年 12 月，任广东五星太阳能股份财务总监；

2011 年 1 月至 2012 年 3 月，任慕思有限财务总监；

2012 年 3 月至 2019 年 4 月，任北京神州普惠科技股份副总经理、财务总监、董事会秘书；

2019 年 8 月至 2020 年 8 月，任慕思有限董事会秘书；2020 年 9 月至今，任公司董事会秘书。

赵元贵 男 董事会秘书 1968 年 5 月

2007 年 4 月至 2015 年 3 月，任慕思有限凯奇品牌总监；

2015 年 4 月至 2019 年 6 月，任慕思有限订单管理部总监；

2019 年 7 月至 2020 年 8 月，任慕思有限人力资源中心副总经理；

2020 年 9 月至今，任公司副总经理，分管人力资源工作。

张景云 女 副总经理 1987 年 10 月

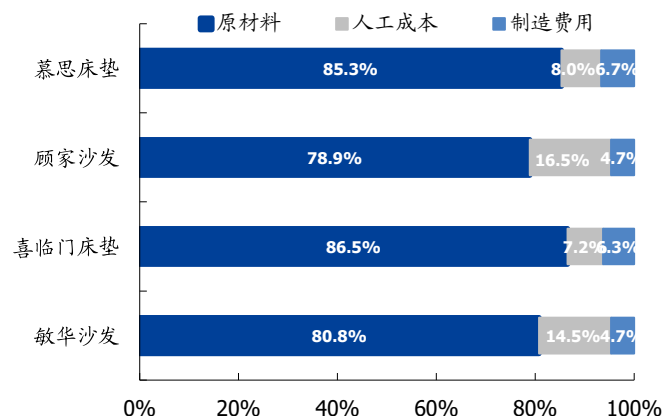
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

2 床垫行业：存量将至，强者恒强

2.1 商业模式：高毛利标品，具备品牌溢价

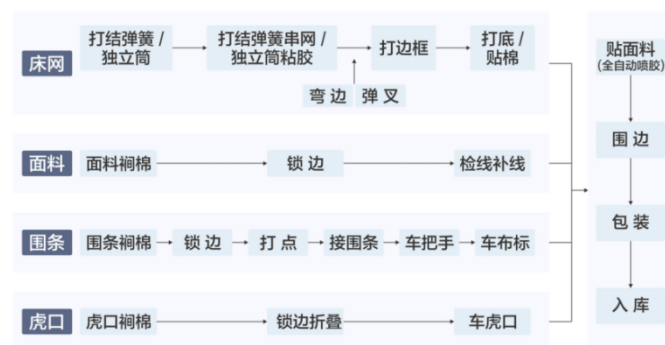
生产规模效应突出，睡眠意识觉醒提高溢价。供给方面，床垫生产工艺、流程相对标准，原材料成本占比超过 80%，人工成本占比小于 8%（沙发约 15%），规模化生产效应明显。**需求方面**，不同于沙发主要关注外观属性，消费者更注重床垫的功能属性，因此床垫产品 sku 更少，易形成规模生产。此外，根据 WHO，全球 10%-49% 的人患有不同程度的失眠，睡眠问题长期影响人们精神健康；根据京东大数据研究院，消费者更愿意为舒适的体感买单，具备功能属性的记忆棉、乳胶床垫呈现出高关注、高转化的消费趋势，因此床垫产品具备睡眠经济溢价。此外，**运输成本高限制地方性品牌，龙头更能获得优秀经销商青睐。**据慕思招股书披露，2020 年运输成本对其毛利率的影响在 7pct 左右，因运输成本高企，只有较少全国性床垫企业具备全国化产能布局及渠道覆盖能力。

图表 12: 2021 年床垫和沙发产品成本构成



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 床垫生产工艺流程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 各不同种类床垫特点

床垫种类	主要材料	睡感	优点	缺点
弹簧床垫	弹簧、棕垫、动物毛羽、乳胶、记忆棉、海绵等	软硬适中	均匀承重; 承托性好	睡感偏硬; 弹簧用久, 易变形
乳胶床垫	天然乳胶或人工乳胶	软	透气性好、睡感柔软	支撑性较差; 耐用性较差; 价格较高
海绵床垫	海绵	软	价格适中	承托性差, 易塌陷
记忆棉床垫	慢回弹太空棉	软	睡感柔软, 材料根据环境温度和压力产生变化, 包裹性好	透气性较差; 易变形; 产品容易变硬; 价格较高
棕榈床垫	椰棕或山棕纤维极少量化纤	硬	承托性好, 适合腰椎间盘突出患者	制造过程可能用到醛类粘合剂, 不环保; 植物纤维材质, 易生虫; 易变形
其他材料	采用 3D、太空树脂球等其他材料	软硬适中	承托性好、透气	价格较高

资料来源: 慕思招股说明书, 国盛证券研究所

品牌意识崛起, 溢价能力显现。过去国内床垫厂商主要承接欧美发达国家企业转移至国内的生产环节享受微薄利润, 慕思、喜临门等厂商自主品牌意识率先崛起, 持续进行产品研发和市场营销, 赋予产品较高的品牌溢价。2004 年慕思品牌创立, 高度重视高端“洋品牌”形象塑造, 全年贯穿五大 IP 活动, 广告投入规模行业领先, 其床垫产品定价及毛利率 (近 60%) 远超其他床垫厂商; 2013 年喜临门制定品牌化战略, 发布“喜临门中国睡眠指数”孵育消费者, 2021 年自主品牌毛利率为 40.4%, 而代工业务毛利率仅为 9.7%。

图表 15: 2021 年各床垫制造商床垫毛利率拆分

	收入 (亿元)	成本 (亿元)	销量 (万张)	单价 (元/张)	单位成本 (元/张)	毛利率
慕思	32.19	13.77	157.64	2041.99	873.43	57.47%
喜临门	39.61	25.28	442.10	895.93	571.89	36.17%
远超智慧	0.97	0.50	8.73	1106.57	569.22	48.56%
趣睡科技	2.09	1.55	20.17	1037.22	768.47	25.91%

资料来源: 各公司公告及招股说明书, 国盛证券研究所
注: 远超智慧使用 2021H1 数据

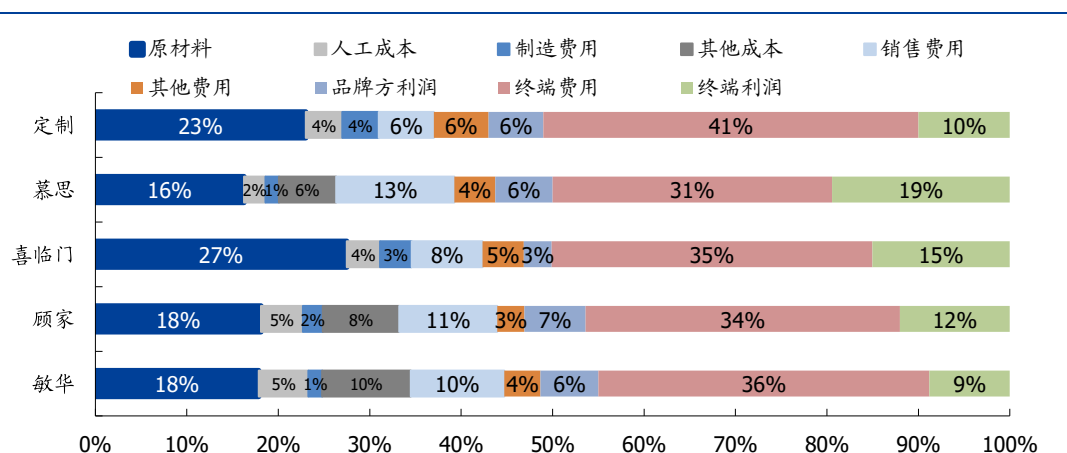
图表 16: 各床垫厂商自主品牌收入占比及综合毛利率

品牌	自主品牌收入占比				综合毛利率			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
慕思	98.5%	98.3%	97.0%	93.7%	49.1%	53.5%	49.3%	45.0%
喜临门	56.1%	59.6%	62.5%	71.1%	28.8%	34.8%	33.8%	32.0%
远超智慧	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	43.1%	45.5%	42.9%	40.4%
趣睡科技	100.0%	95.5%	90.2%	88.4%	29.8%	33.6%	27.9%	25.9%

资料来源: 各公司公告及招股说明书, 国盛证券研究所
注: 远超智慧 2021 年数据为截至 2021H1 数据

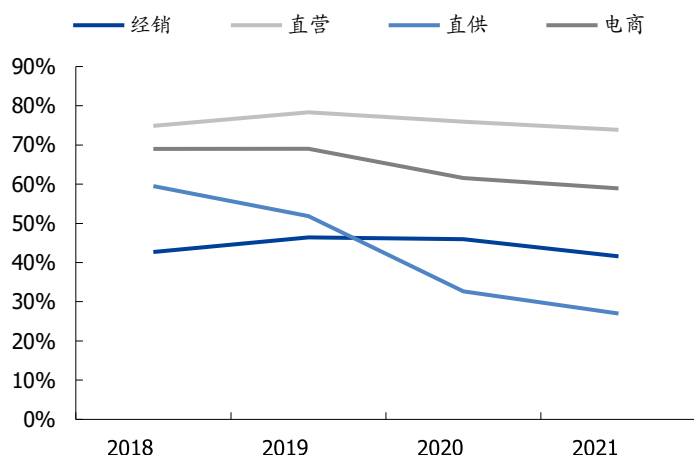
我国床垫赛道渠道依赖度高, 渠道加价倍率较高。美国床垫消费成熟度高、渠道商触达度广, 因而龙头与渠道商之间形成职能清晰的合作关系, 且渠道商自创品牌, 而我国床垫品牌商与渠道商具备极高的协同性和依存度。我国城乡结构多元化, 品类融合不充分、所需展示面积较大, 依赖自然客流, 因此品牌商多依赖于渠道商进行市场开拓; 此外, 渠道商通常经营单一品牌, 渠道商高度依赖于品牌力进行销售, 承担一部分品牌商的营销及销售职责, 因此享受较高的加价倍率。根据我们对床垫价值链的拆分, 渠道商的终端加价倍率达约 3 倍(沙发不足 2 倍), 喜临门/慕思的制造商利润仅占价值链的 3%-6%, 而渠道商利润占比高达 15%-20%, 高渠道盈利能力驱动经销商快速开店。

图表 17: 家居行业价值链拆分



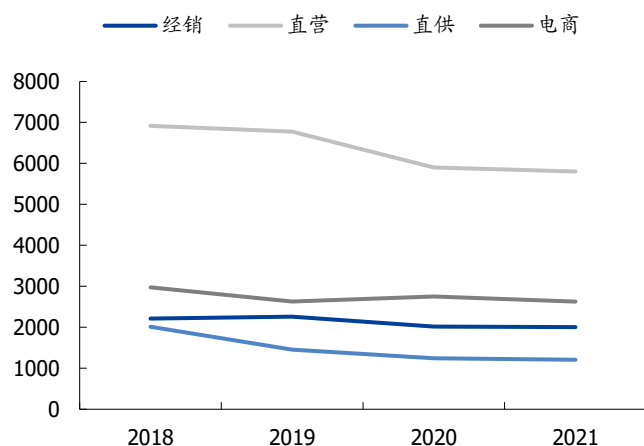
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 慕思终端渠道毛利率对比 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 19: 慕思不同销售渠道下主要产品单价分析 (元/套)

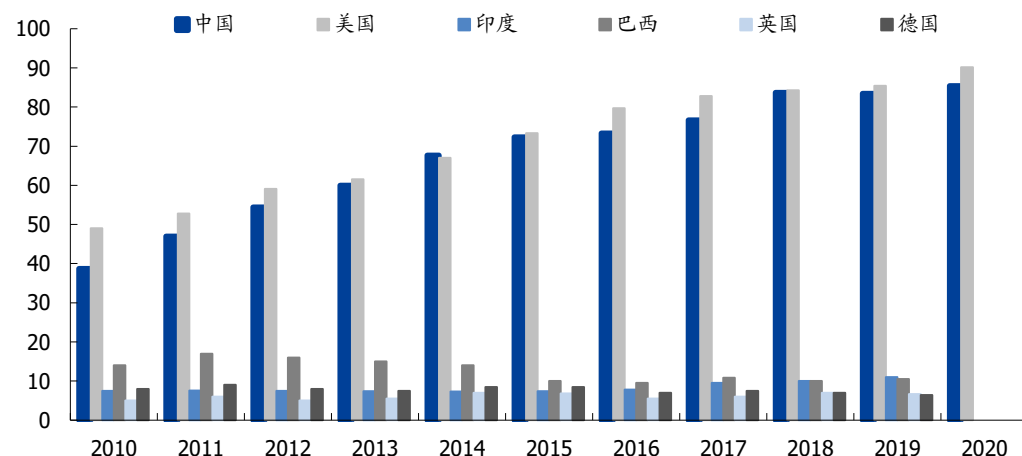


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.2 存量市场将至, 渗透率提升&存量置换为核心驱动

中国成为全球床垫消费规模领先、增速第一的国家。根据 CSIL, 2010-2020 年中国床垫市场规模从 38.7 亿美元提升至 85.4 亿美元 (CAGR 为 8.2%), 同期美国床垫市场规模从 49.0 亿美元提升至 90.2 亿美元 (CAGR 为 6.3%), 中国已成为全球床垫市场规模领先、增速第一的国家。

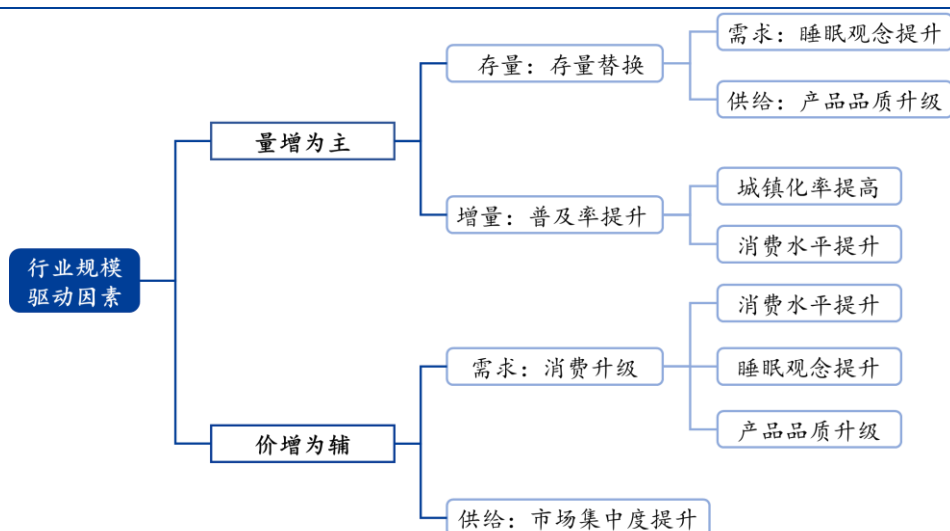
图表 20: 全球主要床垫市场规模 (亿美元)



资料来源: CSIL, 国盛证券研究所

量价齐升逻辑通畅。1) 量: 根据 CSIL 数据显示, 发达国家的床垫渗透率达 85%, 而中国的床垫渗透率仅为 60%, 因此量增主要来自床垫渗透率的提升, 其中增量需求核心来自床垫普及率提升 (城镇化水平提升+居民消费水平提升), 存量需求核心来自存量替换 (床垫品质提升+睡眠观念提升带动更换频率上行)。2) 价: 对更高睡眠品质的需求催生产品更新换代, 进而促进床垫价值提升。

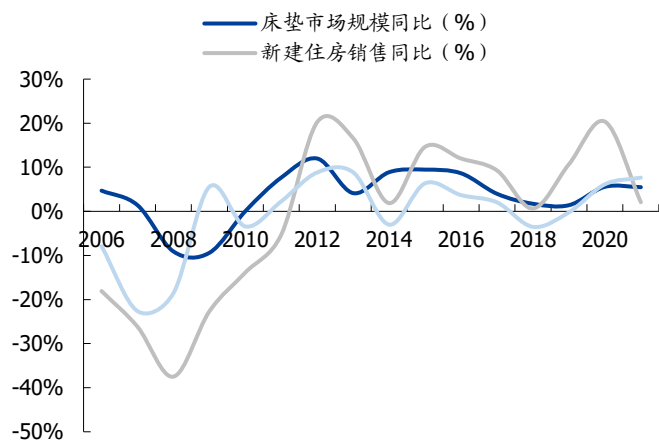
图表 21: 量价测算框架



资料来源: 国盛证券研究所

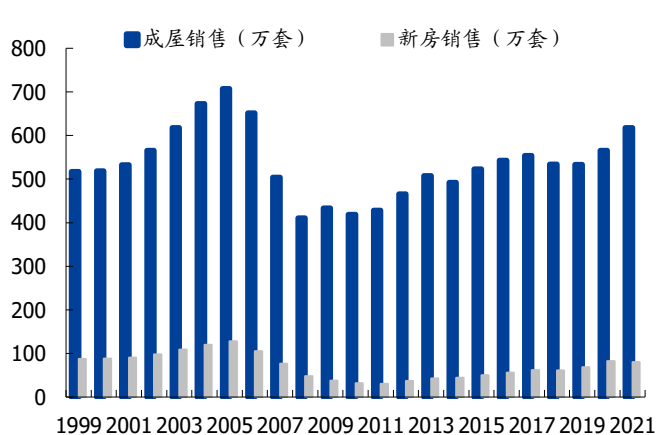
床垫市场销售与住宅销售密切相关。美国床垫市场景气度与成屋销售拟合度较高, 截至 2021 年末, 美国成屋销售 (折年数) 609 万套, 是新房销售 (折年数) 的 7.3 倍, 成屋销售主导床垫需求, 因此美国床垫销售主要依赖于存量市场替换。中国床垫销售市场主要以新房装修为主 (占比达 64%), 因此床垫销售和新房销售市场挂钩程度较高。

图表 22: 美国新房/成屋销售增速和床垫市场规模增速



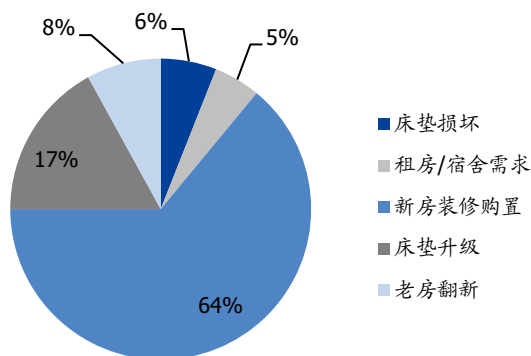
资料来源: Wind, CSIL, 国盛证券研究所

图表 23: 美国主要以成屋销售为主



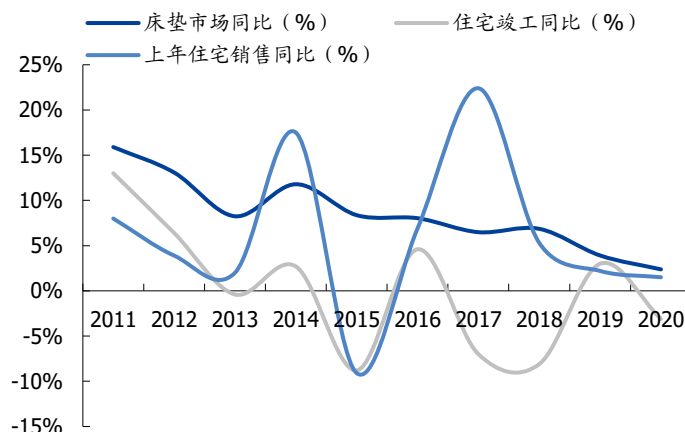
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 中国床垫消费场景以新房为主



资料来源:《天猫 2021 床垫白皮书》, 国盛证券研究所

图表 25: 中国住宅销售/竣工面积和床垫市场规模增速

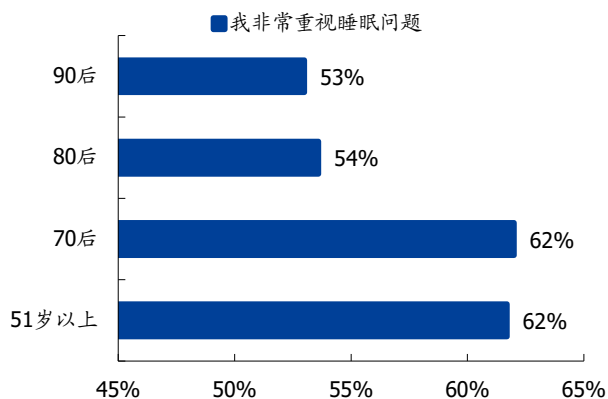


资料来源: Wind, CSIL, 国盛证券研究所

健康睡眠观念改善&床垫品质提升, 存量替换需求增长源于渗透率提升+更换周期缩短。

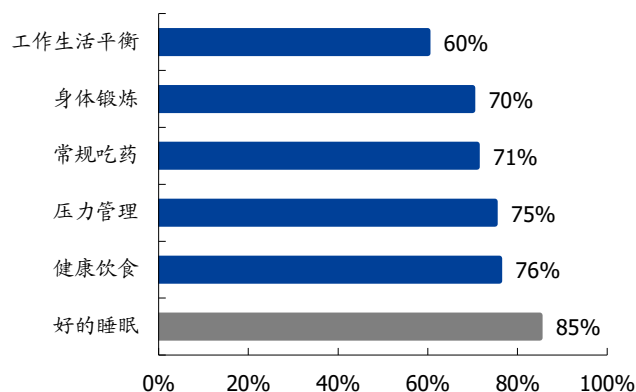
1) 消费者选择提升卧具品质来改善睡眠质量: 根据《2019-2020 线上睡眠消费报告》, 过半的消费者非常重视睡眠健康, 超过 40% 消费者选择提升卧具舒适度来改善睡眠质量, 超过滋补食品 (30%)、助眠科技 (18%) 等方式。2) 床垫更换周期逐步缩短: 一方面, 家具品类中床垫更换频次相对较高, 有望更快迎来存量更换时代; 另一方面, 健康意识提升加快更换频率, 2018 年美国仅有 20% 的消费者床垫使用超过 5 年, 而据《2021 床垫新消费趋势报告》显示, 我国 50% 的消费者依然使用超过 5 年的床垫。2021 年喜临门中国睡眠指数报告提出, 人的一生需要 8 张床垫, 预计未来我国床垫更换频次逐步提高。

图表 26: 中国: 过半消费主力非常重视睡眠问题



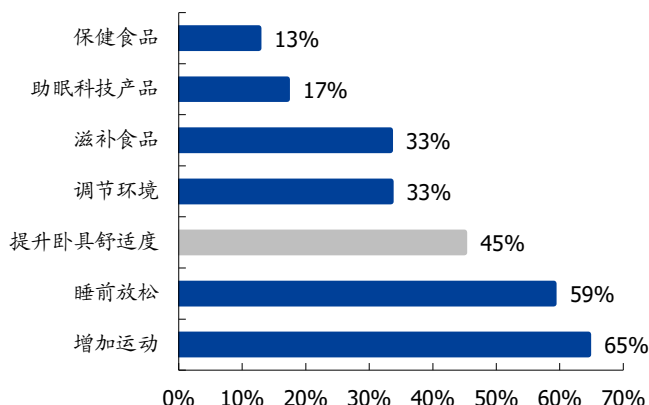
资料来源: 2019-2020 线上睡眠消费报告, 国盛证券研究所

图表 27: 美国: 认为幸福和健康最重要的因素



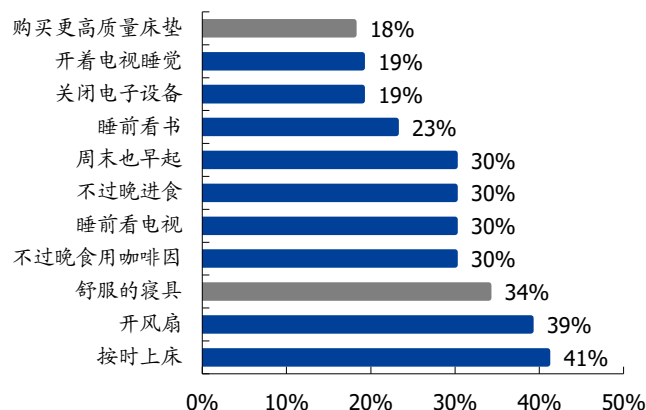
资料来源: 2016BSC 消费者调查, 国盛证券研究所

图表 28: 中国: 消费层面提升卧具品质排名第一



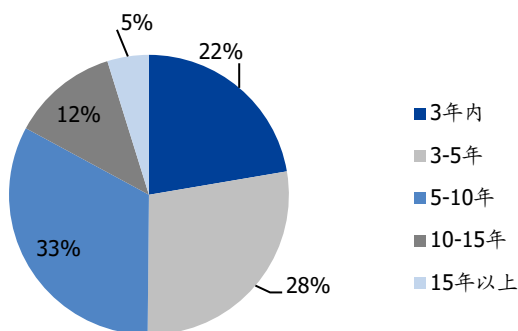
资料来源: 2019-2020 线上睡眠消费报告, 国盛证券研究所

图表 29: 美国: 提升睡眠质量的关键



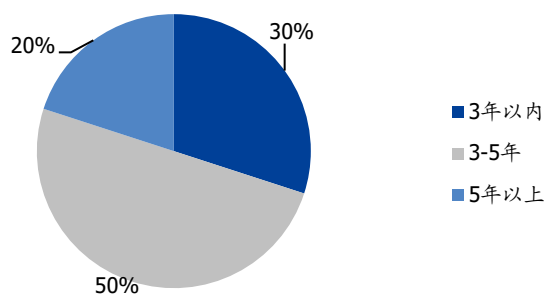
资料来源: 2016BSC 消费者调查, 国盛证券研究所

图表 30: 中国: 消费者床垫使用年限 (2021 年)



资料来源: 2021 床垫新消费趋势报告, 国盛证券研究所

图表 31: 美国: 消费者床垫使用年限 (2018 年)



资料来源: 际诺思公众号, 国盛证券研究所

存量市场将至, 预计 2023 年存量市场规模超新房市场规模, 2030 年市场规模达 1444 亿元。从销量来看, 预计 2020-2030 年我国床垫存量市场销量从 2485 万张/年提升至 7110 万张/年 (CAGR 为 11%), 新房市场销量从 2154 万张/年提升至 2636 万张/年 (CAGR 仅为 1%); 从市场规模来看, 预计 2030 年我国床垫市场规模达到 1444 亿元 (CAGR 为 10%), 其中存量房和新房市场销售规模分别达到 928 亿元/516 亿元 (CAGR 分别为 14%/5%), 预计 2023 年存量市场规模超新房市场规模。

新房市场方面: 根据 CSIL, 2019 年中国床垫市场渗透率为 60%, 假设 2021 年新房市场渗透率为 68% (存量房市场渗透率为 38%), 且年均增加 1pct; 根据我国商品房住宅销售情况, 销售到竣工交房时间周期为 2-3 年, 假设当年装修面积为上一年销售面积, 则 2030 年我国新房市场床垫增量需求近 2435 万张。

存量房市场方面: 假设 2021 年我国存量房市场床垫渗透率为 38% 且年均增加 1pct, 住宅及酒店床垫换新比例为上一年床垫保有量的 10%, 随着人们健康睡眠意识的提升, 预计床垫换新比例逐年增加 0.5pct, 则 2030 年我国床垫存量换新需求为 7110 万张。

出厂价格方面: 假设 2021 年我国新房市场床垫单价为 1500 元/张, 存量房置换市场床垫单价为 1000 元/张, 伴随消费者需求升级以及产品更新迭代, 床垫单价每年保持 3% 的增长, 则 2030 年新房/存量房市场床垫单价分别为 1957 元/张和 1305 元/张。

图表 32: 中国床垫市场规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
首次购买需求															
上年商品住宅销售面积 (万平方米)	112412	137540	144789	147760	150144	154878	156532	133052	139705	136911	134173	131489	128859	126282	123757
YOY		22.35%	5.27%	2.05%	1.61%	3.15%	1.07%	-15.00%	5.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
人均住宅面积 (平米)	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6
上年新房销售户数 (万户)	991	1216	1284	1311	1332	1374	1393	1188	1252	1231	1210	1190	1170	1150	1131
每户床垫需求 (张)	2.2	2.2	2.35	2.4	2.45	2.5	2.55	2.6	2.65	2.7	2.75	2.8	2.85	2.9	2.95
渗透率	65%	66%	67%	68%	66%	70%	71%	72%	73%	74%	75%	76%	77%	78%	79%
新房需求 (万张)	1417	1766	2022	2139	2154	2404	2522	2224	2421	2459	2495	2531	2567	2602	2636
YOY		25%	15%	6%	1%	12%	5%	-12%	9%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
床垫平均单价 (元/张)	1288	1328	1369	1411	1455	1500	1545	1591	1639	1688	1739	1791	1845	1900	1957
YOY		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
新房市场规模 (亿元)	182	234	277	302	313	361	390	354	397	415	434	453	474	494	516
YOY		28.5%	18.1%	9.1%	3.8%	15.1%	8.0%	-9.2%	12.1%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%
占比	56.9%	59.2%	58.2%	56.5%	56.5%	53.8%	52.3%	46.6%	46.2%	44.3%	42.4%	40.6%	38.9%	37.3%	35.7%
换新需求															
住宅换新需求															
总人口 (万人)	139232	140011	140541	141008	141212	141260	141302	141302	141302	140878	140456	140034	139614	139196	138778
YOY		0.56%	0.38%	0.33%	0.14%	0.03%	0.03%	0.00%	0.00%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%
城镇化率	59%	60%	62%	63%	64%	65%	66%	66%	67%	68%	69%	70%	70%	71%	71%
城镇化增速		1.40%	1.26%	1.21%	1.18%	0.83%	0.80%	0.80%	0.70%	0.70%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
城镇人口 (万人)	81924	84343	86433	88426	90220	91423	92581	93712	94701	95403	96100	96652	97200	97743	98283
每户平均人口	3.1	3.09	3.08	3.08	3.08	3.08	3.07	3.06	3.05	3.04	3.03	3.02	3.01	3.00	2.99
城镇家庭户数 (万户)	26427	27295	28063	28710	29292	29683	30157	30625	31049	31383	31716	32004	32292	32581	32870
渗透率	35%	36%	37%	38%	39%	40%	41%	42%	43%	44%	45%	46%	47%	48%	49%
每户平均床垫数量	2.2	2.2	2.35	2.4	2.45	2.5	2.55	2.6	2.65	2.7	2.75	2.8	2.85	2.9	2.95
床垫保有量 (万张)	20349	21618	24400	26183	27989	29683	31529	33442	35381	37282	39249	41221	43255	45353	47514
换新比例	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	8.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%
换新需求 (万张)	1526	1729	2074	2356	2379	2968	3311	3679	4069	4474	4906	5359	5839	6349	6890
YOY		13%	20%	14%	1%	25%	12%	11%	11%	10%	10%	9%	9%	9%	9%
床垫平均单价 (元/张)	859	885	913	941	970	1000	1030	1061	1093	1126	1159	1194	1230	1267	1305
YOY		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
市场规模 (亿元)	131	153	189	222	231	297	341	390	445	504	569	640	718	804	899
YOY		17%	24%	17%	4%	29%	15%	14%	14%	13%	13%	13%	12%	12%	12%
酒店换新需求															
酒店床位数 (万张)	1175	1199	1224	1249	1274	1300	1326	1353	1380	1407	1435	1464	1493	1523	1554
YOY		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
换新比例	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	8.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%
换新需求 (万张)	86	94	102	110	106	127	137	146	156	166	176	187	198	209	221
YOY		9%	8%	8%	-4%	20%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
床垫平均单价 (元/张)	859	885	913	941	970	1000	1030	1061	1093	1126	1159	1194	1230	1267	1305
YOY		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
市场规模 (亿元)	7	8	9	10	10	13	14	15	17	19	20	22	24	26	29
YOY		13%	12%	11%	-1%	24%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%
换新市场规模 (亿元)	138	161	199	232	241	310	355	406	462	522	589	662	742	831	928
YOY		16.6%	23.0%	16.9%	3.9%	28.4%	14.7%	14.3%	13.8%	13.1%	12.8%	12.4%	12.1%	11.9%	11.7%
占比	43.1%	40.8%	41.8%	43.5%	43.5%	46.2%	47.7%	53.4%	53.8%	55.7%	57.6%	59.4%	61.1%	62.7%	64.3%
床垫市场规模															
总需求 (万张)	3028.96	3589.3	4198.26	4605.78	4639	5500.04	5969.25	6048.46	6645.37	7097.99	7577.35	8076.8	8603.99	9160	9745.93
YOY		18.50%	16.97%	9.71%	0.72%	18.56%	8.53%	1.33%	9.87%	6.81%	6.75%	6.59%	6.53%	6.46%	6.40%
总规模 (亿元)	321	396	475	534	554	670	745	760	858	937	1023	1116	1216	1325	1444
YOY		23.36%	20.09%	12.31%	3.83%	20.89%	11.12%	2.00%	13.00%	9.18%	9.16%	9.04%	9.01%	8.97%	8.94%

假设: (1) 城镇化率增速按照过去四年算术平均; (2) 每户平均人口每年下降0.01; (3) 根据CSIL, 2019年中国床垫市场渗透率约60%, 假设2021年存量市场渗透率40%, 新房市场渗透率70%; (4) 每户平均床垫数量为2.5, 平均增加0.5张; (5) 装修新房面积采用上年商品房销售面积; (6) 人均住宅面积36.6平米; (7) 2021年换新比例10%, 后续逐年上升1pct; (8) 21年新床垫单价为1500元/张, 存量房置换为1000元/张, 此后保持年均3%增长。

资料来源: Wind, CSIL, 国盛证券研究所预测

2.3 竞争格局: 马太效应显著, 国内行业进入整合期

2.3.1 美国: 研发打基础、营销+渠道拓市场、并购扩版图

1. 竞争格局: 行业成熟, 格局稳定, 集中度高

美国床垫市场竞争格局稳定, CR5 近 70%。1876 年席梦思成为首家批量生产弹簧床的企业, 此后超百年时间里美国床垫市场经过多轮演变, 头部企业凭借技术、品牌、渠道等方面实力奠定市场领先地位, 竞争格局稳定且集中度不断提升。2020 年美国床垫行业市场占率前五分别为 3S (丝涟、席梦思、舒达)、泰普尔、Sleep Number, CR5 达 68%。

图表 33: 2016-2020 年美国床垫市场竞争格局

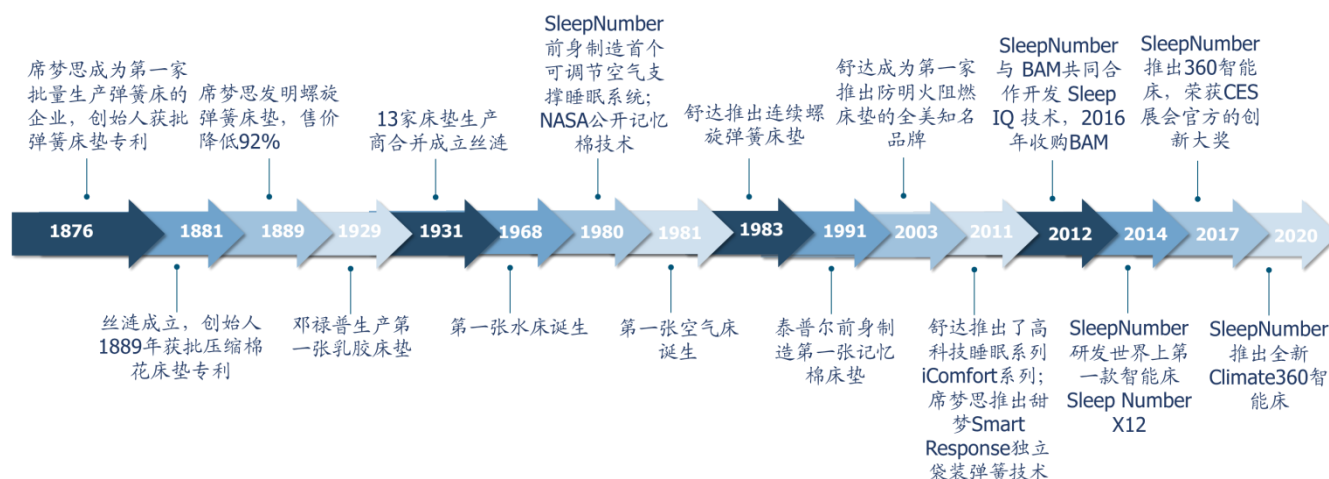
	2016	2017	2018	2019	2020
丝涟	17.0%	15.8%	15.4%	17.7%	19.4%
泰普尔	12.1%	10.1%	11.0%	13.7%	16.2%
席梦思	16.7%	19.2%	16.5%	15.1%	12.9%
舒达	18.5%	19.4%	18.2%	14.8%	11.5%
Sleep Number	4.7%	6.9%	7.4%	8.1%	7.9%
CR5	69.1%	71.4%	68.6%	69.5%	67.8%

资料来源: Furniture Today, 国盛证券研究所

2. 头部厂商产品、品牌、渠道三力分析

产品: 产品力是基础, 关键技术铸就先发优势。欧美床垫发展历史悠久, 消费者重视睡眠质量, 美国 TOP5 床垫厂商均为某一细分床垫技术的奠基者 (席梦思-螺旋弹簧床垫、丝涟-压缩棉花床垫专利、舒达-连续螺旋弹簧床垫、泰普尔-记忆棉床垫、Sleep Number-可调节空气支撑睡眠系统)。龙头企业掌握核心技术、持续研发投入推动产品更新换代, 美国非弹簧床垫占比逐年攀升, 2016-2020 年专业床垫 (泰普尔+SleepNumber) 市场份额从 16.9% 提升至 24.1%; 从产品结构来看, 头部企业不断丰富产品矩阵、延伸价格带, 围绕核心品牌打造多产品系列覆盖不同客户需求, 多维度、全方位抢占市场份额。

图表 34: 美国床垫关键技术历史



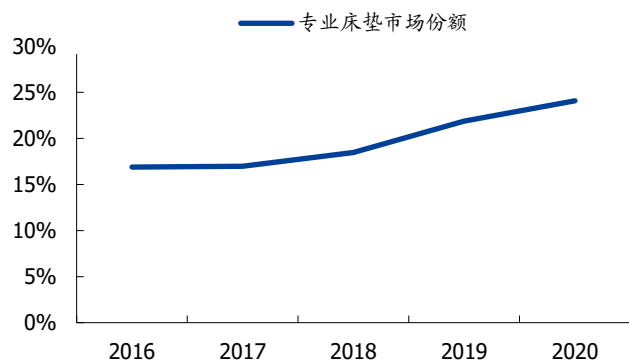
资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 35: 美国前五大床垫公司核心技术、产品及价格带

核心技术	主要功能	招牌产品	图例	产品系列	Queen Size(\$)
席梦思	袋装螺旋弹簧	强化支撑、缓释压力的同时增强床垫的耐用性	beautyrest	记忆棉 弹簧+记忆棉 beautyrest	242-341 260-359 999-2699
舒达	冷却系统、连续螺旋弹簧	解决五大问题: 翻转扰动、缺乏支撑、睡眠过热、床伴干扰、床垫松弛	Perfect Sleeper、iComfort	EZ Tote Serene Sky Perfect Sleeper iComfort Serta Sleepscape Serta Arctic Tuft&Needle	449 599 699-1099 1499 1999 3499 760-1440
丝涟	Posturepedic 技术	正确支撑脊椎, 放松周边肌肉群; 释放关键压力点, 降低翻身需求	Posturepedic 床垫		549-2499
泰普尔	Tempurpedic 记忆棉技术	灵活适应消费者形状、体重、温度, 减少压力点和动力传导	Cloud、adapt、breeze 三大系列	Tempur-Cloud Tempur-Adapt Tempur-Breeze	1399 3199 4299
Sleep Number	SleepIQ	睡前暖脚、自动抬起打鼾者头部、通过夜间心跳诊断身体健康状况、计算最佳睡眠时间	Sleep360	经典系列 表现系列 创新系列	999-1499 1999-2599 3299-5299

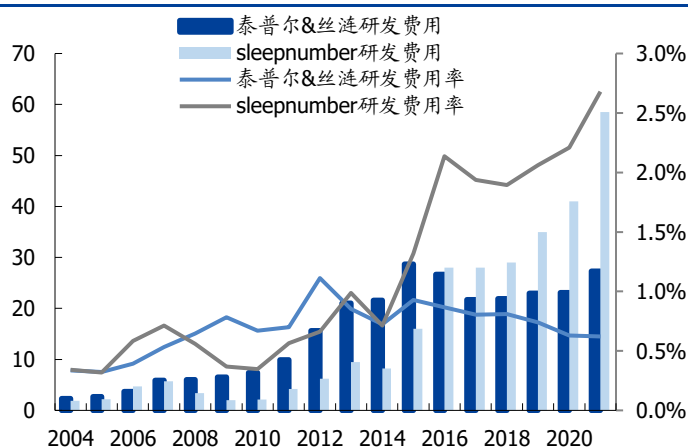
资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 36: 专业床垫市场份额 (%)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所
注: 通过泰普尔和 SleepNumber 市场份额计算

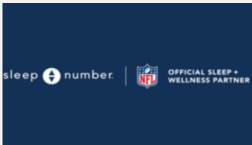
图表 37: 泰普尔和 SleepNumber 研发费用及费用率 (百万美元, %)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

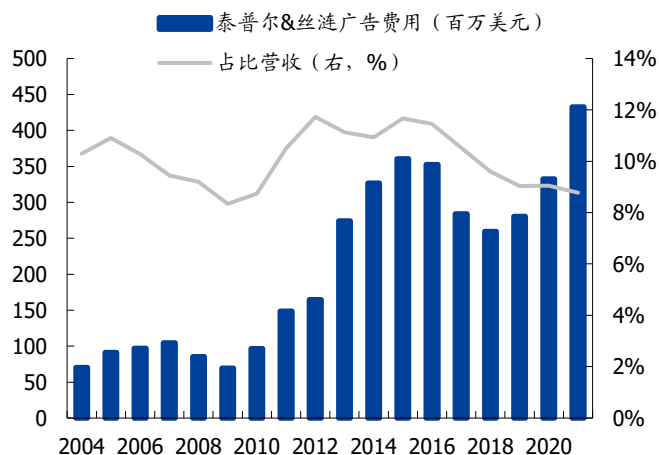
品牌：差异化营销塑造品牌力，持续广告投入教育消费者。海外龙头企业通过经典广告语、电视广告、动画形象等，塑造不同品牌定位，同时普遍通过植入高质量睡眠理念教育消费者，促进客单值和换新频次提升。此外，后起之秀 SleepNumber 借助互联网科技通过精准数字营销为消费者提供专属睡眠解决方案，培育高黏性客户，回头客和老顾客推荐订单占比超过 45%。

图表 38: 美国前五大床垫公司持续进行营销投入

公司	营销举措	图例
席梦思	席梦思 1995 年为主打高端品牌 Beautyrest 拍摄电视广告，依托独立袋装弹簧技术，实现保龄球高空坠落于床垫上而保龄瓶屹立不倒	
丝涟	丝涟推广早期创造经典广告语“睡在丝涟上就如睡在云朵上”，又以“您的床垫有多美好，你的早晨就有多美好”植入高质量床垫等同高质量睡眠理念。	
舒达	舒达 2000 年推出动画形象舒达羊，吸引额外 19% 女性消费者群体（Roper Starch Worldwide 调查），并于 2008 年入选广告名人堂	
泰普尔	泰普尔突出自身材质源自 NASA 科技，用于缓解宇航员的升空和降落中受到的巨大压力，获得美国太空基金会认证。	
SleepNumber	SleepNumber 与各大平台建立战略合作，比如国家橄榄球联盟（NFL），同时通过精准数字营销、现代化云架构帮助消费者在任何地方获得 SleepNumber 专属睡眠解决方案。	

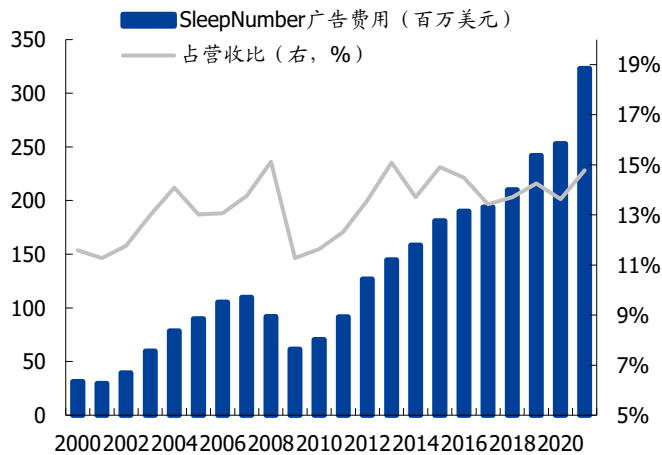
资料来源：各公司公告，各公司官网，国盛证券研究所

图表 39: 泰普尔&丝涟广告费用及占营收比重



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

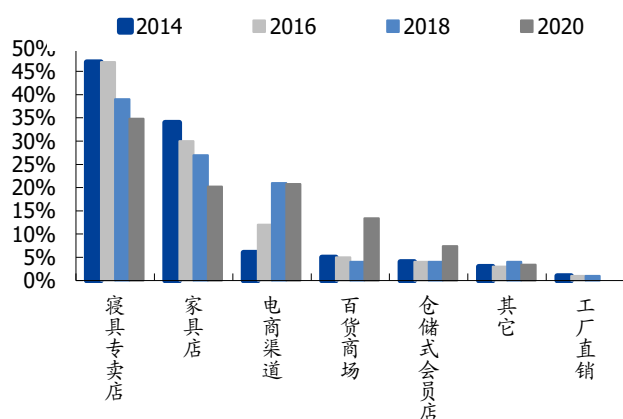
图表 40: SleepNumber 广告费用及占营收比重



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

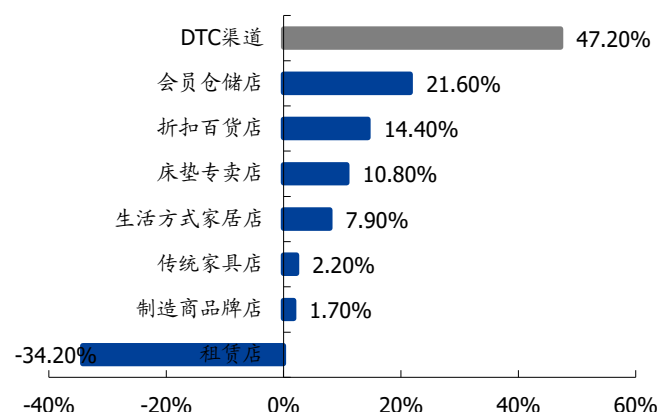
渠道：美国床垫零售渠道种类多、密度高，龙头品牌更易集中。美国家具和床垫消费场景非常丰富，由于美国人口密度较低、交通便利，一站式消费的家居零售商占据市场主导，而床垫是少有的专业渠道占比较高的品类，2020年寝具专卖店（如 Mattress Firm）和家具店占比分别为 35%/20%，龙头品牌商与优质渠道商强强联合，加快抢占市场份额，如床垫龙头泰普尔以优质品牌和高端品质快速切入零售渠道，2020年北美批发渠道占比高达 88.8%。**床垫电商渠道增长迅速**，2020年销售占比为 21%，Wayfair 和 Casper 深耕电商新零售，科技赋能和体验式消费推动业绩高增，2016-2020 年收入 CAGR 分别高达 43%/31%。此外，头部厂商积极探索自营销，Sleep Number 基于空气床垫定位高端小众以及市场竞争考虑，不断拓展自营渠道和优化门店结构，2020年自营店收入占比为 85%，平均店效达到 305.2 万美元（高于 Mattress Firm 的 121.0 万美元）。根据 Furniture Today，2017 年美国商店中出售床垫品类的有 15255 家（麦当劳仅 14079 家），高渠道密度为床垫购买带来极大便利，且品牌商和优质渠道商往往存在相互依存关系，优质渠道商倾向大品牌，头部品牌商更聚焦生产、研发、品牌打造，易形成规模化优势。

图表 41：美国寝具市场渠道占比（%）



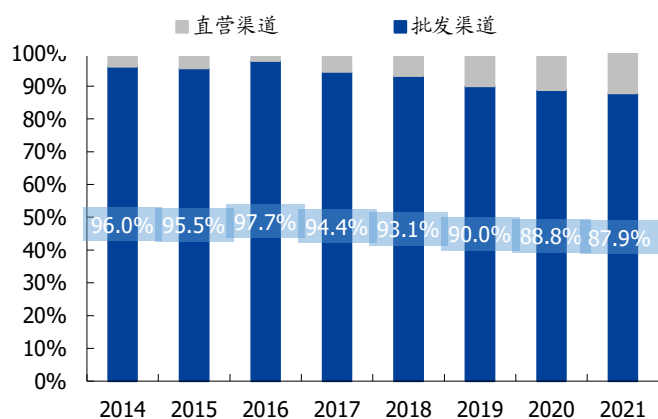
资料来源：今日家居，国盛证券研究所

图表 42：2020 年美国床垫各渠道收入同比增速（%）



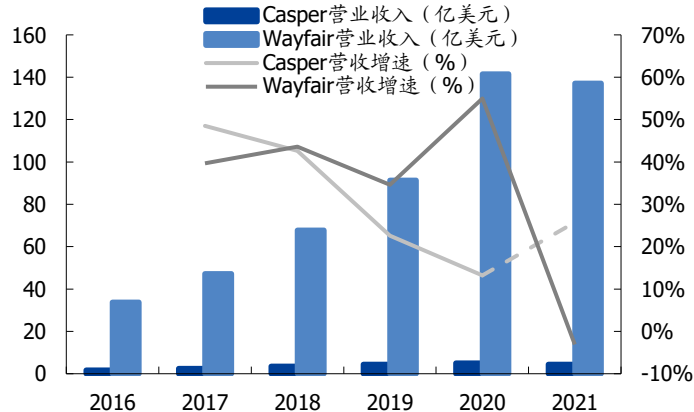
资料来源：今日家居，公司公告，国盛证券研究所

图表 43：泰普尔&丝涟北美收入主要来自批发渠道



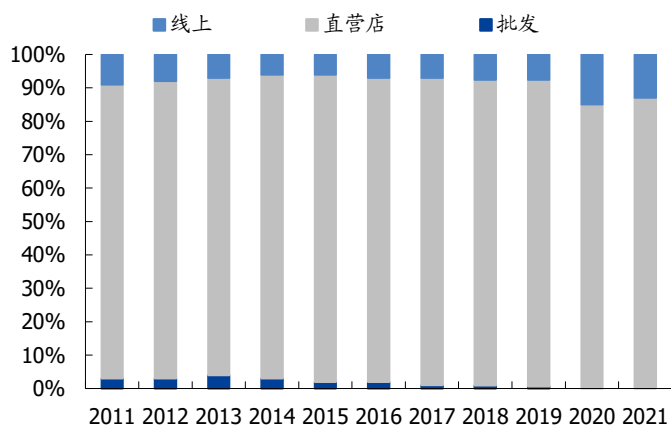
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 44：Casper 及 Wayfair 收入规模增速高



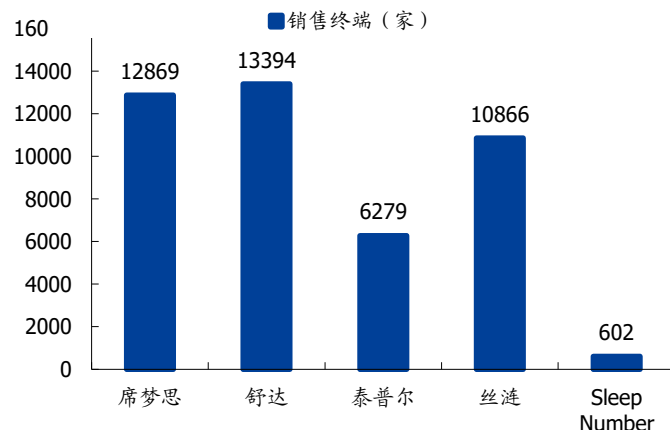
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所
注：Casper2021 年数据为截至 2021 年 9 月 30 日

图表 45: Sleep Number 各渠道收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 美国床垫 TOP5 北美销售终端数量



资料来源: 今日家居, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 2020 年美国 TOP25 家具和床垫渠道商

		门店数量 (家)			销售额 (亿美元)			主要品牌
		2019	2020	增减	2019	2020	同比	
DTC 电商	Wayfair				43.4	66.6	53.7%	Nora、泰普尔、Casper、Wayfair Sleep、丝涟、Beautyrest、舒达、Stearns & Foster
	Amazon	4	27	23	31.6	43.7	38.4%	多品牌
传统家具店	Rooms to Go	151	151	0	25.1	27.9	11.4%	Beautyrest、Casper、舒达、丝涟、泰普尔、Stearns & Foster 等
	Berkshire Hathaway	34	34	0	18.9	18.0	-4.7%	
	Raymour & Flanigan	136	135	-1	14.6	14.2	-2.7%	泰普尔、Beautyrest、丝涟、舒达、Casper、Stearns & Foster、Aireloom
	American Signature	114	120	6	9.5	10.0	5.4%	泰普尔、丝涟、Stearns&Foster
	Dufresne Spencer Group	124	115	-9	8.4	7.6	-9.5%	
	American Furniture Warehouse	124	115	-9	8.4	7.6	-9.5%	Beautyrest、泰普尔
	Williams-Sonoma	614	581	-33	20.4	24.4	20.0%	Beautyrest
	Havertys	121	120	-1	7.1	6.5	-8.6%	Skype、丝涟、舒达、泰普尔、Beautyrest Black、Scott Living、Stearns & Foster
制造商品牌店	Ashley HomeStore	722	752	30	47.5	48.1	1.2%	丝涟、舒达、席梦思、Beautyrest、Stearns&Foster、泰普尔、Ashley Sleep
	Restoration Hardware	100	101	1	17.2	19.4	12.7%	自有品牌 AIRELOOM
	Bob's Discount Furniture	122	135	13	15.9	17.0	6.3%	自有品牌 Bob-O-Pedic
	Sleep Number	611	602	-9	15.0	16.6	10.9%	自有品牌
	La-Z-Boy	320	318	-2	12.6	13.1	3.6%	自有品牌
折扣百货店	Walmart	4756	4743	-13	31.9	34.8	8.9%	Beautyrest、舒达、爱宝丽、丝涟等
	Target	1897	1868	-29	15.5	19.9	28.0%	Casper

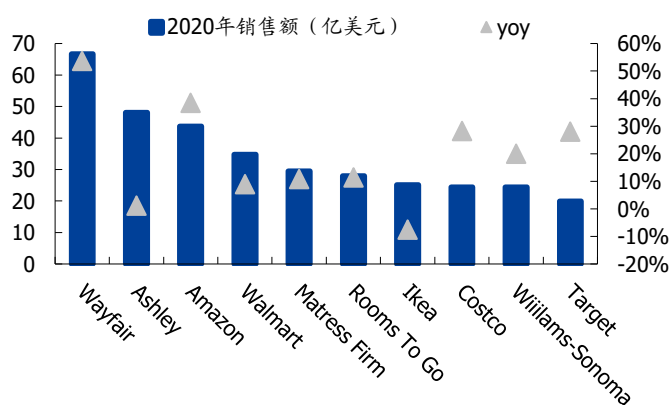
会员仓储店	Costco	521	558	37	19.1	24.5	28.2%	Abyson, Bestar, Prospera Home, 席梦思, 丝涟, Ghostbed, Casper
	Sam's Club	513	599	86	13.0	14.5	12.0%	舒达、Abbyson、Society Den from Elements International、泰普尔、Bestar、Dorel Living、Hilsale
床垫专卖店	Mattress Firm	2500	2419	-81	26.6	29.5	10.8%	舒达、丝涟、席梦思、泰普尔、Stearns&Foster、Beautyrest、Tulo、Sleepy's、Tuft&Needle、Purple
生活方式家居店	Ikea	51	51	0	27.2	25.1	-7.6%	主要为瑞典本土品牌
	Big Lots	1404	1410	6	14.4	16.1	12.1%	爱室丽、舒达、lane、Acme、Ameriwood
	Crate & Barrel	110	110	0	5.3	6.6	25.2%	Tuft & Needle、Beautyrest、席梦思
租赁店	Rent-A-Center	1973	1973	0	10.3	10.5	2.0%	爱室丽
	Aaron's	1502	1317	-185	16.7	7.3	-56.4%	爱室丽、Beautyrest、舒达、席梦思

资料来源：今日家居，公司官网，公司公告，国盛证券研究所

注：Beautyrest、Tuft & Needle 均为舒达&席梦思旗下品牌；Stearns & Foster 为泰普尔&丝涟旗下品牌

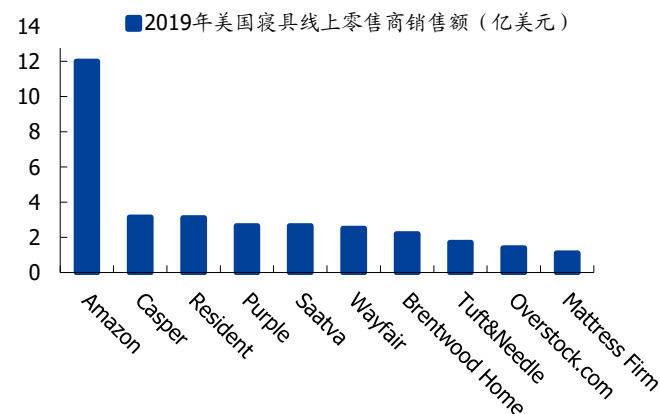
渠道：电商渠道势如破竹，线上线下相互渗透。根据今日家居，2020 年美国床垫 DTC 渠道销售额同比增速高达 47.2%，同期寝具专卖店和家具店增速仅为 10.8%和 2.2%，2014-2020 年电商渠道销售占比从 6%提升至 21%，而寝具专卖店和家具店占比分别从 47%/34%下滑至 35%/20%，电商渠道的兴起对家具零售商造成一定冲击。依托电商新零售兴起的品牌商势如破竹，如 Wayfair 通过开发 3d View、VR 家具、虚拟装修等功能，以线上虚拟化场景打破电商体验性较差的弊端，此外以大数据描摹用户画像，2015-2020 年复购率从 30%提升至 58%，2020 年 Wayfair 位列美国家具零售商销售榜单 TOP1；专业电商品牌商 Casper 于 2014 年推出可折叠床垫，在满足消费者 DIY 需求的同时极大程度节约物流成本，并逐渐从床垫零售商向睡眠科技企业转型，2019 年 Casper 在全美寝具线上销售额榜单中位列第二。此外，舒达等传统床垫龙头开始注重电商布局，线上品牌商开始通过线下体验加强消费者认知，线上线下渠道表现出相互渗透趋势。

图表 48：2020 年美国家具零售商销售额及增速



资料来源：今日家居，国盛证券研究所

图表 49：2019 年美国寝具线上零售商销售额



资料来源：今日家居，国盛证券研究所

图表 50: Wayfair 线下体验店



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: Casper 推出线下睡眠体验概念店



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 行业后期: 并购完成整合

整合: 并购提升行业集中度。美国 TOP5 龙头通过横向并购全方位整合资源, 以此达成拓渠道 (1930s 舒达由 13 家厂商整合而成; 舒达收购席梦思; 舒达&席梦思收购 Tuft&Needle 等)、扩品类 (泰普尔收购丝涟)、强研发 (Sleep Number 收购 BAM Lab 和 Comfortaire) 等目的。

图表 52: 美国 TOP5 床垫厂商并购历史

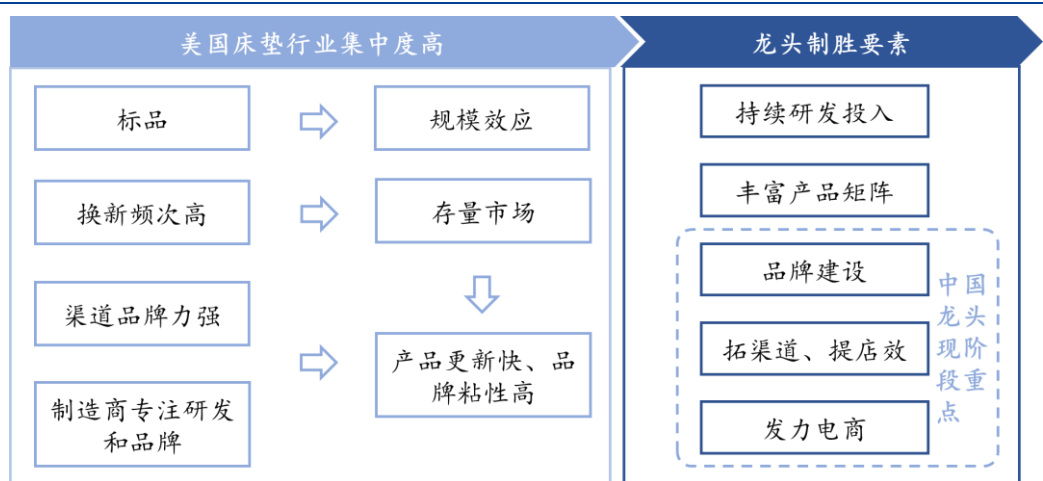
时间	收购方	被收购方	价格	收购比例	并购意图
2009	舒达	席梦思	7.6 亿美元	100%	渠道整合, 挑战丝涟
2012	泰普尔	丝涟	13 亿美元	100%	品类扩展
2013	Sleep Number	Comfortaire			提升研发能力
2016	Sleep Number	BAM Lab			提升研发能力
2018	舒达&席梦思	Tuft & Needle			拓展线上渠道
2020	泰普尔&丝涟	Sherwood	4000 万美元	80%	扩展品牌和品类
2021	泰普尔&丝涟	Dreams	4.767 亿美元	100%	扩展线下和线上渠道

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

总结 1: 美国床垫行业集中度高与床垫商业模式、市场发展阶段相关。1) 床垫功能属性强, 可标准化生产, 规模效应强; 2) 非弹簧床垫占比逐年攀升, 盒装床垫运输便利; 3) 美国床垫市场为存量置换市场, 消费者注重睡眠质量, 品牌黏性强, 换新频次高; 4) 渠道以零售商为主, 因此制造商专注研发、品牌和生产, 易形成规模化优势。

总结 2: 美国床垫 TOP5 成功经验: 1) 围绕品牌核心技术持续研发, 丰富产品矩阵, 延伸价格带; 2) 差异化营销塑造品牌力, 教育消费者市场; 3) 拓宽渠道广度, 充分触达底层消费者, 同时精耕渠道深度, 赋能终端, 提升店效; 4) 重视新兴线上渠道营销。海外床垫赛道成长时间较长, 因此龙头企业从产品到渠道到品牌、发展稳扎稳打, 而国内床垫市场发展迅猛, 从 0 到 1 过程时间较短, 因此国内企业多需要产品、渠道、品牌共振向上。

图表 53: 美国床垫行业格局小结



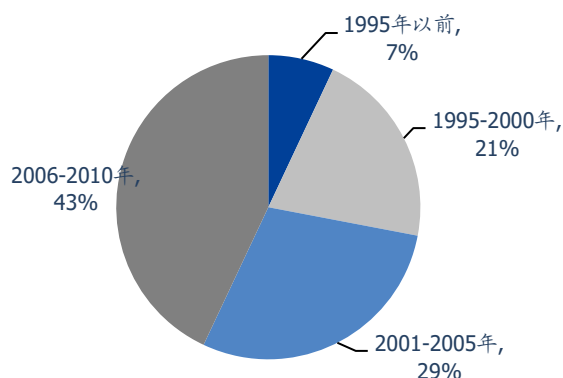
资料来源: 国盛证券研究所

2.3.2 中国: 龙头产品&渠道&品牌共振向上, 行业整合进行时

1. 竞争格局: 高增已过, 格局分散, 份额争夺

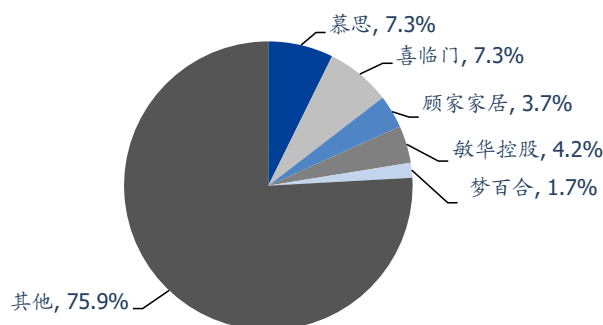
床垫起步晚, 行业格局分散。我国床垫行业发展时间短, 2000 年后成立的企业占比超 70%, 市场仍在整合初期, 竞争格局未经洗牌。根据我们计算, 2021 年我国床垫市场份额前五大制造商分别为喜临门、慕思、敏华、顾家和梦百合, CR5 为 24.1%, 行业集中度显著低于美国 (CR5 近 70%), 主要系国内厂商仍未形成强势品牌, 制造商进入门槛低, 且渠道以经销模式为主, 给予中小企业足够生存空间。从产品布局来看, 国内弹簧床垫占比高, 低成本运输的盒装床垫应用较窄, 运输限制导致区域品牌林立, 市场更加分散。

图表 54: 国内头部床垫企业成立时间



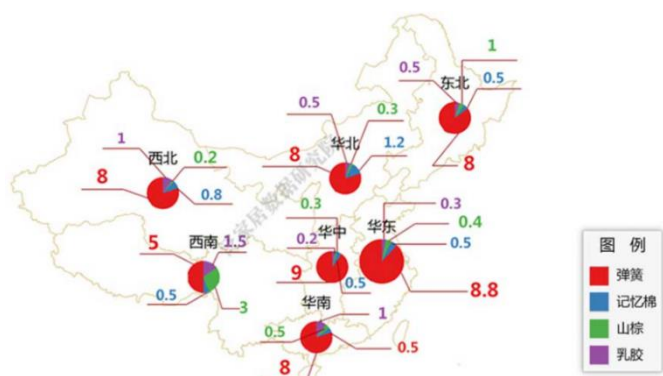
资料来源: 泛家居网, 国盛证券研究所

图表 55: 2021 年我国床垫市场竞争格局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所
注: 根据我们测算的市场规模计算

图表 56: 我国弹簧床垫占比较高



资料来源: 泛家居网, 国盛证券研究所

图表 57: 2017 年各床垫制造商在各区域门店数量占比

	华北	东北	华东	华中	华南	西南	西北
慕思	11%	6%	38%	12%	13%	11%	8%
穗宝	14%	5%	17%	6%	55%	3%	1%
雅兰	7%	1%	16%	4%	64%	7%	1%
喜临门	14%	4%	50%	15%	7%	7%	4%
晚安	4%	2%	31%	33%	19%	8%	3%
大自然	15%	6%	35%	12%	12%	15%	6%
玮兰	0%	0%	11%	21%	1%	67%	0%
舒达	14%	8%	37%	14%	17%	9%	1%
丝涟	11%	7%	43%	10%	7%	15%	7%
梦百合	21%	0%	50%	0%	22%	7%	0%
金可儿	16%	9%	47%	11%	7%	7%	4%
顾家	15%	6%	50%	12%	8%	5%	3%
CBD	0%	7%	40%	16%	7%	19%	12%
席梦思	6%	2%	58%	18%	9%	4%	2%

资料来源: 泛家居网, 国盛证券研究所

龙头企业初具壁垒, 国货崛起加速抢占市场份额。早期海外床垫龙头 3S(丝涟、席梦思、舒达)、泰普尔及金可儿凭借优质产品力及高端品牌力占据国内消费者心智。近年来国货龙头顺应消费升级趋势, 优化供应链效率、丰富产品矩阵、加强渠道扩张、强化品牌建设, 打造兼具品质、功能及性价比的产品(据电商口径统计, 洋牌产品终端价格在 1 万元以上, 约为我国头部床垫厂商的 2 倍), 国货床垫品牌加速崛起, 2018-2021 年 CR5 从 13.7%提升至 24.1%, 年均增长 3.5pct。

图表 58: 我国 TOP5 内销床垫收入规模及占比 (亿元)

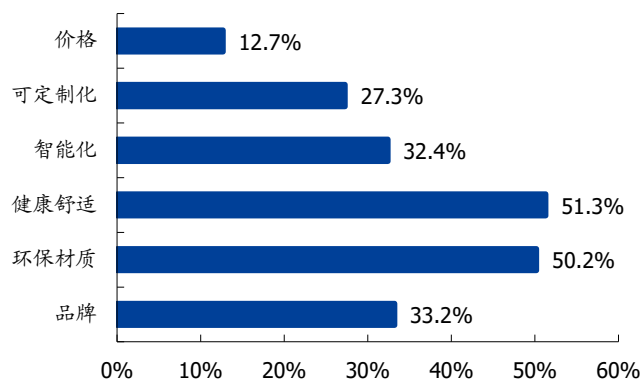
	2018	2019	2020	2021
床垫市场规模	475	534	554	670
YOY	20.09%	12.31%	3.83%	20.89%
喜临门				
内销收入	19.88	24.31	29.85	48.75
YOY		22.26%	22.81%	63.32%
市占率	4.18%	4.55%	5.39%	7.27%
慕思				
内销收入	24.72	30.24	34.74	48.83
YOY		22.31%	14.90%	40.55%
市占率	5.20%	5.66%	6.27%	7.29%
顾家家居				
内销收入	10.67	11.47	16.48	24.89
YOY		7.55%	43.68%	51.03%
市占率	2.24%	2.15%	2.97%	3.71%
敏华控股(人民币口径)				
内销收入	4.54	11.03	19.65	28.02
YOY	12.67%	142.86%	78.12%	42.62%
市占率	0.96%	2.07%	3.55%	4.18%
梦百合				
内销收入	5.07	6.26	8.01	11.25
YOY		23.40%	27.98%	40.00%
市占率	1.07%	1.17%	1.45%	1.68%
CR5	13.65%	15.60%	19.63%	24.13%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

2. 头部厂商产品、品牌、渠道三力分析

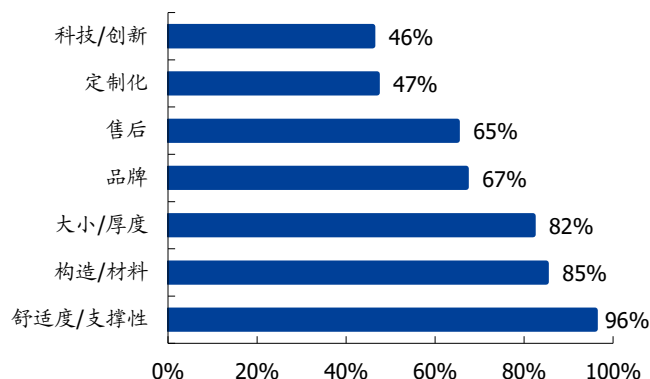
产品：生产成熟度较高，产品差异化有限。国内床垫厂商大多以出口代工起家，因此中低端产品的生产技术成熟度较高，国内床垫核心技术围绕防螨、护脊、支撑性等方面，契合国内睡眠文化，但消费者体验差异并不明显。此外，我国居民消费水平不及发达国家，因此对产品高端化、定制化的要求不高，根据《2021 床垫新消费趋势报告》，仅 27.3% 的居民认为定制化为选购床垫的重要因素，而这一比例在 2016 年美国 BSC (Better Sleep Council) 消费者调查中已经达到 47%。未来消费者对差异化、个性化的追求将伴随消费水平而增长，因此产品研发将成为国货龙头抢占份额的利器。

图表 59: 中国：影响选购床垫的重要因素



资料来源：2021 床垫新消费趋势报告，国盛证券研究所

图表 60: 美国：影响选购床垫的重要因素



资料来源：2016BSC 消费者调查，国盛证券研究所

品牌：差异化营销塑造形象，国货品牌影响力凸显。近年来国货龙头践行差异化营销、加强自主品牌建设，其中慕思早期持续宣传“洋”品牌、高端品牌概念深入人心，凭借全渠道、立体式、话题性、高频次精准广告投放夯实品牌力建设；喜临门以健康、护脊为核心理念，通过睡眠指数教育、合作 KOL 直播营销等方式不断强化年轻化、国潮化形象；梦百合定位高端记忆棉产品，通过全民试睡节、全球 0 压体验日等营销强化消费者对 0 压睡眠的认知；顾家敏华以家居环境打造为主基调，定位性价比产品，致力于为消费者提供健康、舒适的家居解决方案。2021 年慕思/喜临门/梦百合/顾家广告费用率分别为 7.4%/3.9%/2.4%/5.8%，慕思品牌建设力度遥遥领先。

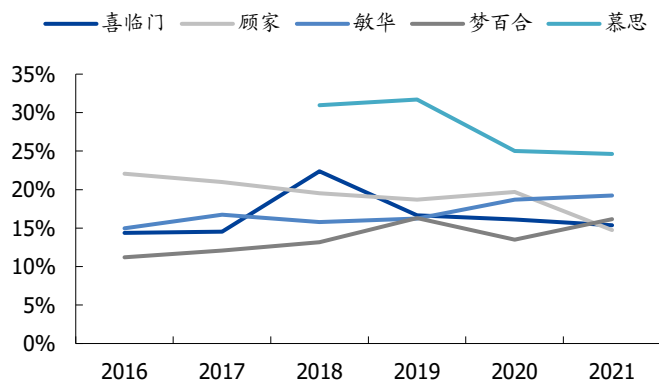
图表 61: 我国床垫品牌核心和标志性营销

品牌塑造	标志性营销	图例
慕思	“洋”品牌+健康睡眠资源整合者+高端定位 睡眠白皮书、3.12 世界睡眠日、7.29 超级品牌日、8.18 慕思全球睡眠文化之旅、6.18 世界除螨日、睡眠体验馆、赞助明星演唱会、赞助中国女排、流量明星李现代言	
喜临门	健康护脊+国潮品牌+中高端定位 蜜月喜临门、CCTV 品牌计划、中国睡眠指数报告、喜临门 X 小米跨界场景营销活动“让好梦养成”、“科学睡眠中国行”、“欢乐家庭购床节”、“喜临门新睡眠节”、“双节双优惠”	

顾家	家居环境打造+高性价比比定位	816 全民顾家日、2018-2019 两年连续冠名“双十一”晚会、独家冠名 AM 连连、特约赞助聚划算 99 划算夜、杭州亚运会官方床垫独家供应商、打造《了不起的沙发》	
梦百合	专注记忆棉+0 压床垫开创者+高端定位	和曼联合作推出 0 压系列、中国典型人群职业报告、3.21 全民试睡节、6.18 老倪推荐日、10.1 全民足球射门赛、中国国家围棋队舒压产品供应商、2013 年“MLILY 梦百合杯”世界围棋公开赛赞助商、关爱睡眠弱势群体公益微电影《37℃ 爱》、安睡无压力—国民睡眠健康趋势洞察、纪录片《追眠记》	
敏华	家居环境打造+主打性价比产品+收购补充高端产品线	签约刘德华为芝华仕头等舱沙发品牌形象大使、《向往的星居》真人秀节目、“十年中国梦、健康伴你行”全国大型巡演活动、招商银行携手爱蒙答谢“金葵花”用户	

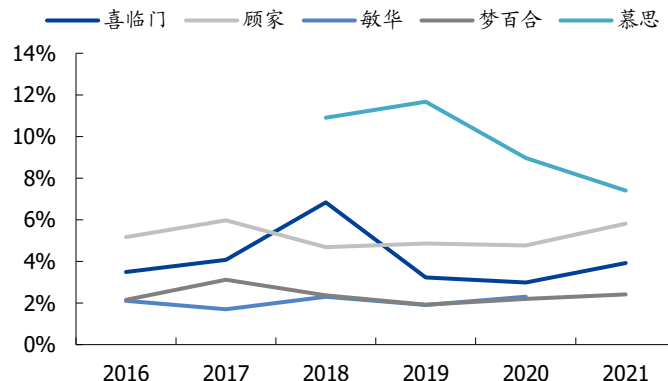
资料来源：各公司年报及招股说明书，国盛证券研究所

图表 62: 2016-2021 年各公司销售费用率 (%)



资料来源：各公司公告，Wind，国盛证券研究所
注：敏华为相应财年数据

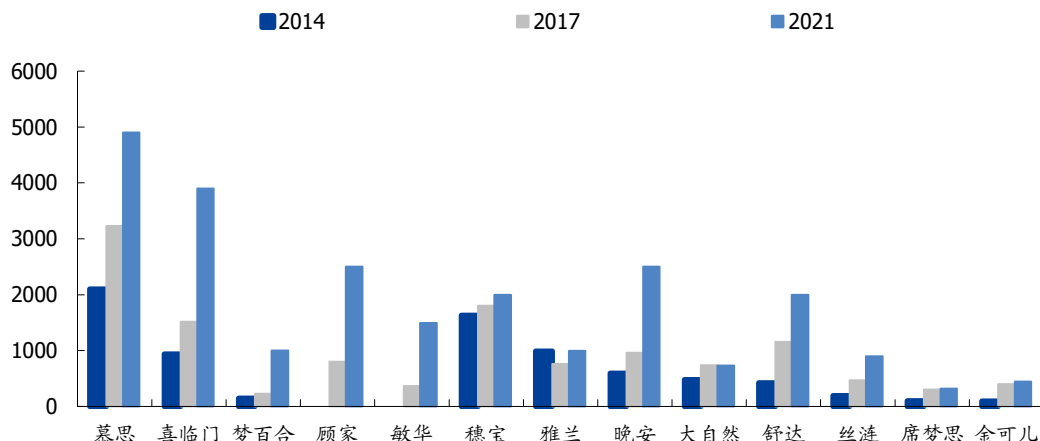
图表 63: 2016-2021 年各公司广告费用率 (%)



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所
注：敏华为相应财年数据

线下渠道：高速扩张，效率改革进行时。1) 门店加速扩张：近年龙头持续提升门店数量，尤其 2020 年疫情以来大量小品牌经销商门店营业不善、倒闭关店，龙头逆势抢占优质门店资源。2014-2021 年慕思和喜临门的门店数分别从 2100/967 家增长至 4900/3899 家，2017-2021 年年均分别新增 244/596 家；梦百合自 2019 年起加大门店扩张力度，2021 年门店数量超过 1000 家；敏华 2022 财年国内净增 1846 家门店，其中新增床垫门店占比约为 35%，目前总床垫门店数接近 1500 家；顾家通过融合大店带动床垫品类增长，目前销售床垫门店数量近 2500 家。渠道扩张加速的背后实质是行业格局优化、龙头品牌聚集流量能力提升，经销商开店信心增强。

图表 64: 国内床垫品牌门店数量



资料来源: 泛家居网, 盟享加, 杭州日报, 美通社, 公司官网, 公司公告, 天猫, 招股说明书, 国盛证券研究所
注: 2021 年门店数中, 敏华为截至 2022 年 3 月数据

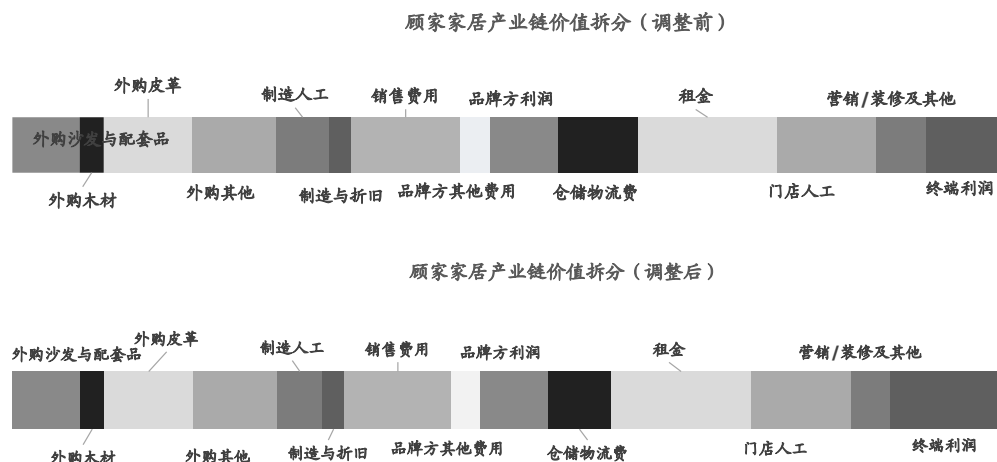
图表 65: 头部床垫品牌占据头部 KA 卖场优质位置



资料来源: 红星美凯龙官方微信, 国盛证券研究所

2) 渠道效率改革: 伴随地产红利消退, 龙头开店数量逐步遇到瓶颈 (全国仅 3000+ 县级市, 单品类 4000 家门店基本完成对经济发展较为领先县级以上区域全覆盖), 此外渠道流量分化明确, 市场发展从增量主导逐步转向存量竞争, 家居投资逻辑从地产顺周期走向效率变革驱动。当前家居公司渠道职能普遍由经销商把控, 渠道效率较低, 目前尚未出现生产-供应链-零售深度整合的公司, 而具备消费频次更高、消费者体验更密切特点的软体更易实现效率革新。目前慕思建立起涵盖招商、4S 星级认证、补贴激励在内的全套经销商管理制度改善渠道端效率; 喜临门通过建立八大营销支持体系深度扶持经销商、增强渠道和品牌的一致性信念, 同时信息化生产管理体系利好供应链协同; 顾家家居深度践行零售大家居思维, 建设区域零售中心&仓配服&信息化系统, 率先实现多 SKU 供应链管理, 品类融合效果明显, 大家居模式验证跑通; 敏华发力新零售, 建设数据化系统, 全面赋能经销商提效, 自建仓储、物流深化供应链整合。

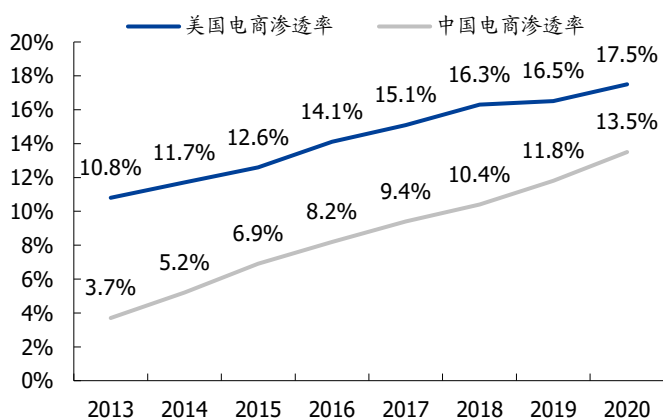
图表 66: 顾家家居价值链拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

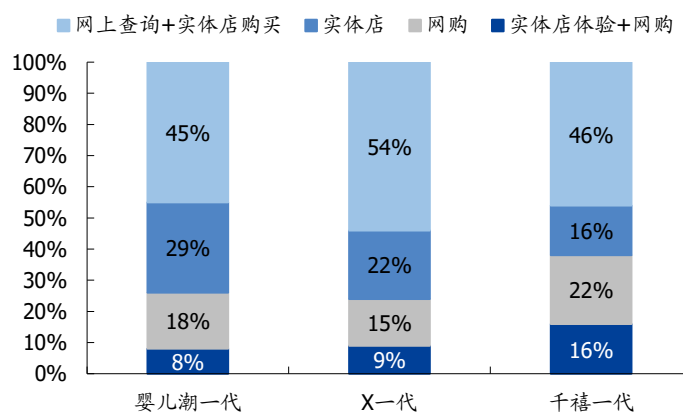
线上渠道: 渗透率提升, 加速抢占消费者心智。中国电商起步晚于美国, 但发展更加迅猛, 根据亿欧智库, 2020 年中国和美国电商渗透率分别为 13.5% 和 17.5%, 电商逐步成为我国家居品类的重要销售渠道。据今日家居统计, 38% 的千禧一代采用网购的方式购买家具产品, 其中 16% 在实体店体验产品后最终选择网上购买。为顺应消费年轻化的趋势, 龙头高度重视线上产品信息丰富度和可互动性, 把握 MCN 趋势积极开展直播、短视频等方式进行引流, 精准把握流量趋势、致力于推动线上线下一体化消费场景形成。目前龙头公司电商渠道收入占比持续提升, 2018-2021 年慕思/喜临门/敏华电商销售占比分别从 10.4%/10.5%/7.6% 提升至 12.4%/14.1%/13.1%。

图表 67: 中美家具行业电商渗透率对比



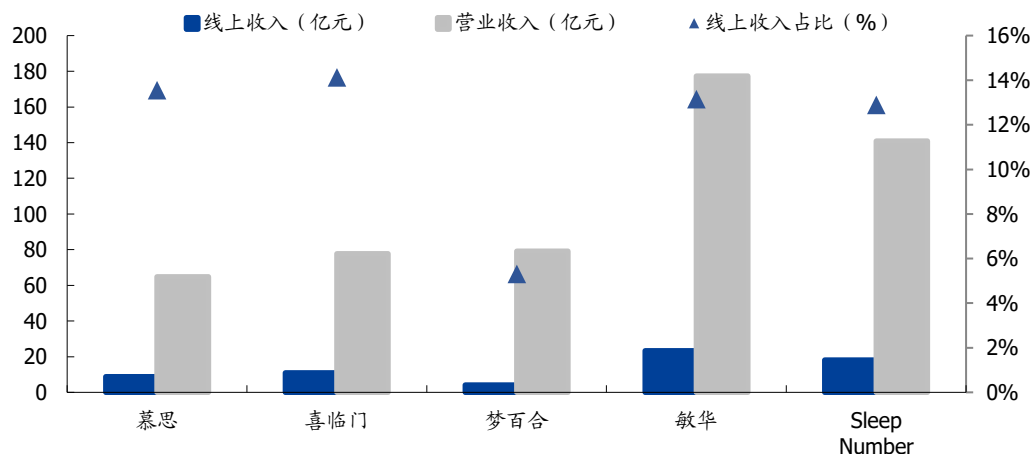
资料来源: 亿欧智库, 国盛证券研究所

图表 68: 年轻消费者偏好网购渠道购买家具产品



资料来源: 今日家居, 国盛证券研究所

图表 69: 2021 年中美床垫龙头线上收入情况

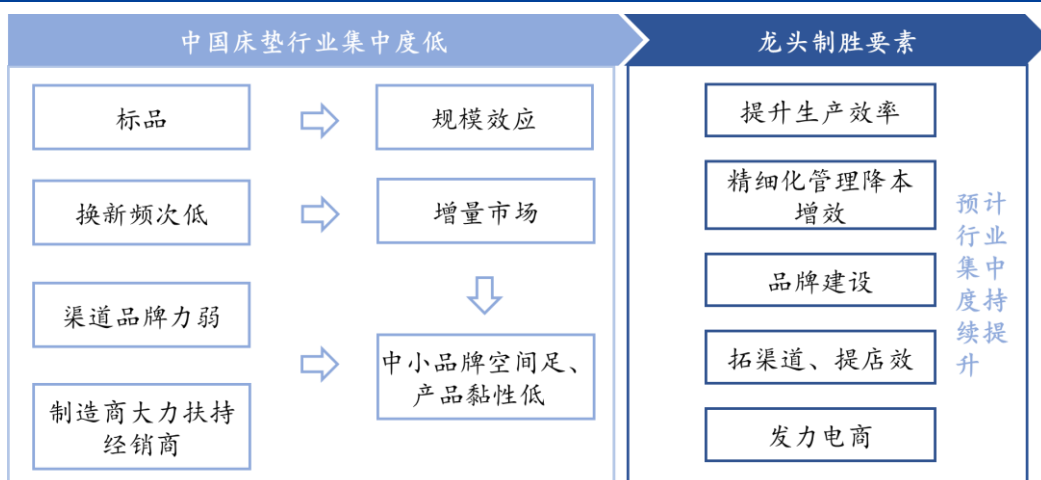


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

总结 1: 中国床垫行业市占率明显偏低。我国床垫行业竞争格局分散, 目前千亿规模赛道 CR5 仅为 21.7% (美国为 70%), 尽管美国和国内渠道模式存在差异、更易集中, 但国内龙头企业顺应消费升级趋势, 优化供应链效率、丰富产品矩阵、加强渠道扩张、强化品牌建设, 打造兼具品质、功能及性价比的产品, 看好市占率逐步提升。

总结 2: 国货龙头深耕研发, 产品&渠道&品牌共振向上。1) 产品方面, 我国床垫产品技术成熟度较高, 但核心技术研发较为欠缺, 伴随消费者对差异化、个性化追求持续提升, 产品研发将成为国货龙头抢占份额的利器; 2) 品牌方面, 践行差异化营销, 强化床垫-睡眠意识, 国货品牌影响力逐步凸显; 3) 渠道方面, 从线下渠道来看, 一方面门店加速扩张, 实质是行业格局优化、龙头品牌聚集流量能力提升, 经销商开店信心增强; 另一方面, 当前家居公司渠道职能普遍由经销商把控, 渠道效率较低, 尚未出现生产-供应链-零售深度整合的公司, 持续优化供应链和渠道效率的龙头在长期竞争中有望脱颖而出。从线上渠道来看, 为顺应消费者年轻化趋势, 龙头高度重视线上产品信息丰富度和可互动性, 致力于推动线上线下一体化消费场景的形成。中国对床垫厂商产品+品牌+渠道协同性、全面性能力的要求相较于同一时期的海外龙头更高, 且消费升级趋势对产品丰富度提出更高要求, 龙头企业深化内功修炼, 产品&渠道&品牌共振向上。

图表 70: 中国床垫市场格局小结



资料来源: 国盛证券研究所

3 慕思：高端形象入人心，产品&渠道齐发力

3.1 营销：营销投入行业领先，高端品牌形象深入人心

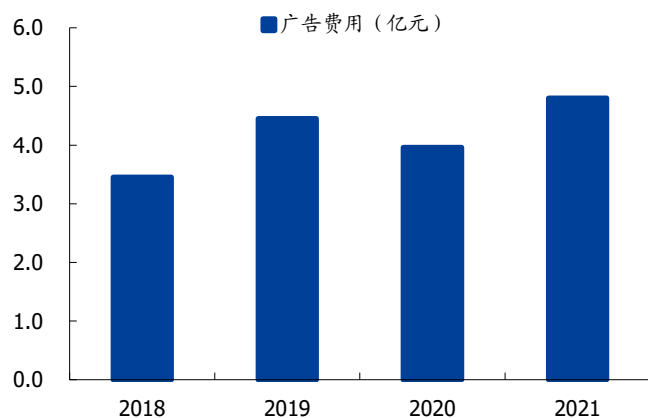
健康睡眠文化引领者，营销投入力度行业领先。公司定位于健康睡眠文化的推广者和传播者，高度重视品牌形象塑造，2018-2020 年连续三年上榜中国品牌价值 500 强榜单，蝉联中国寝具行业品牌价值榜首。在营销活动方面，公司目前已成功打造出“3.21 世界睡眠日”、“6.18 世界除螨日”、“7.29 超级品牌日”、“8.18 慕思全球睡眠文化之旅”和“双 11 慕思告白日”五大贯穿全年的 IP 活动，部分活动已成为影响深远的行业盛事；在消费者教育方面，公司每年发布《睡眠白皮书》，先后推出“私人订制，健康睡眠”、“善梦者享非凡”、“今晚，睡好一点”等品牌主张，健康睡眠品牌理念深入人心。2018-2021 年，公司广告费用支出分别为 3.45、4.45、3.96、4.80 亿元，占总营收比例为 10.8%、11.5%、8.9%、7.4%，远高于行业平均水平 4.0%、3.6%、3.5%、4.4%。

图表 71：五大贯穿全年的 IP 活动



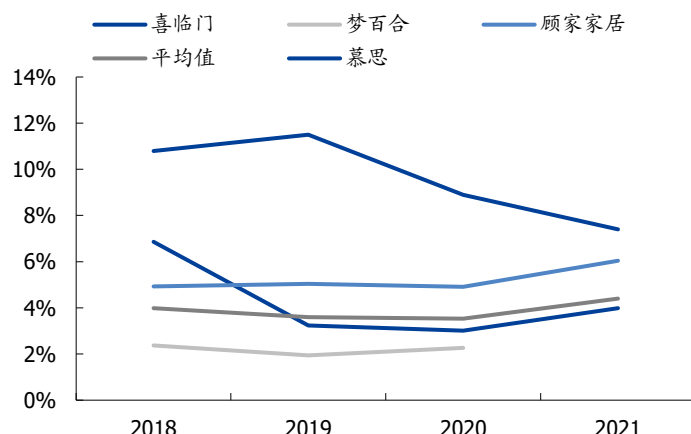
资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

图表 72：2018-2021 年公司广告费用



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 73：广告费用率横向对比



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

聚焦中高端客户圈层，高度重视品牌形象塑造。公司以“老人形象”为品牌视觉锤，传递产品专业、专注、工匠精神的直观印象，极具品牌辨识度。公司针对社会精英人士、高端商务人士、优质白领人士和年轻婚恋人群等目标客户进行精准营销宣传，除全国性的央视、机场和高铁广告外，公司举办明星演唱会（先后赞助刘德华、张学友、陈奕迅、谭咏麟、许巍、李宗盛等明星的全国巡回演唱会和音乐节）、赞助体育赛事（澳大利亚网

球公开赛、男篮世界杯和中国女排)、邀请流量明星代言人(李现)和冠名高热度值的综艺节目(《我们恋爱吧》、《中国好声音》),并加强在与消费者日常距离更近、接触更频繁的地面广告领域投入资源(楼宇电梯广告、小区道闸和卖场室外广告等),通过持续广告投入和宣传以及体育营销和名人营销等跨界合作,提升公司品牌知名度和影响力。

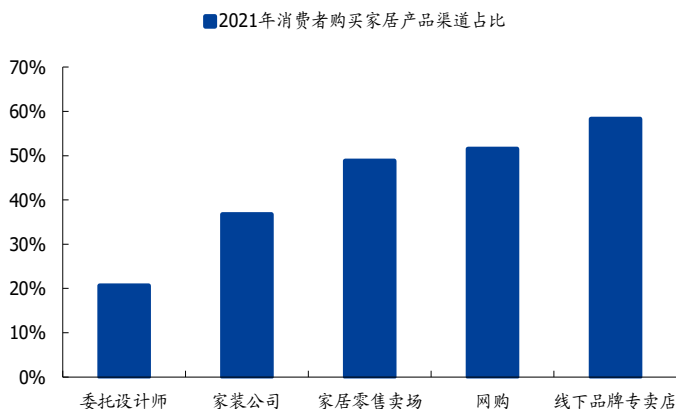
图表 74: 公司营销宣传途径

宣传途径	具体措施	图例
举办明星演唱会	赞助刘德华、张学友、陈奕迅、谭咏麟、许巍、李宗盛等明星的全国巡回演唱会和音乐节	
赞助体育赛事	澳大利亚网球公开赛、男篮世界杯和中国女排	
邀请流量明星代言	李现	
冠名高热度值的综艺节目	《我们恋爱吧》 《中国好声音》	
地面广告	楼宇电梯广告、小区道闸和卖场室外广告	

资料来源: 公司官网, 招股说明书, 国盛证券研究所

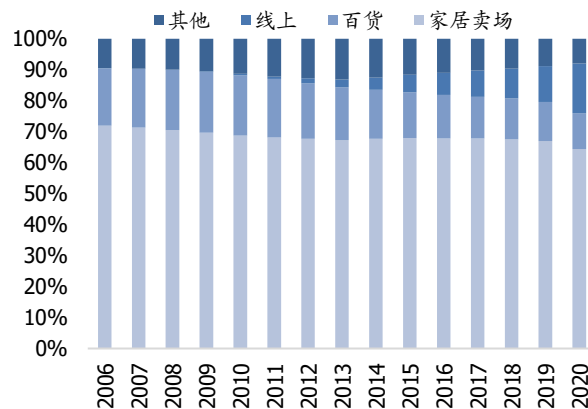
渠道碎片化, 品宣模式快速转变。线下卖货方式从货架模式变为主动推荐, 尤其疫情下线上信息丰富度和可互动性增强, 对于流量把握和转化效率要求提高, 企业需具备更精细化渠道管理能力解决各渠道之间流量与利益冲突(组织架构+数字化+经销商管理)。公司早年营销方式主要聚焦于网络推广、冠名赞助、机场广告投放等, 近年来公司积极调整营销重心, 加大电商与互联网平台广告宣传力度, 2021 年投入规模同比增长 62.5% 至 2.36 亿元, 2018-2021 年 CAGR 为 40.3%。

图表 75: 2021 年消费者网购家居产品渠道占比



资料来源: 艾媒数据, 国盛证券研究所

图表 76: 家居行业各渠道占比及变化



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

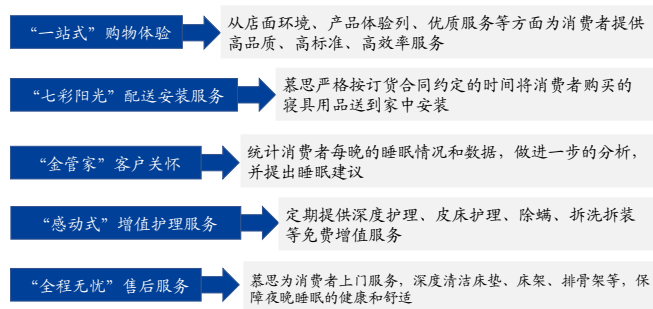
图表 77: 慕思广告费用结构 (百万元)

项目	2018	2019		2020		2021	
	金额	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率
冠名赞助	88.27	109.96	25%	107.13	-3%	117.76	10%
公共交通场景广告	82.26	98.20	19%	72.73	-26%	90.64	25%
电商平台	47.95	62.94	31%	81.45	29%	143.31	76%
互联网广告	37.47	60.02	60%	63.65	6%	92.41	45%
电视台广告	40.39	38.17	-6%	10.70	-72%	3.30	-69%
楼宇框架及户外广告	35.49	61.80	74%	42.91	-31%	9.27	-78%
其他	12.81	14.19	11%	17.49	23%	23.03	32%
合计	344.65	445.28	29%	396.06	-11%	479.72	21%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

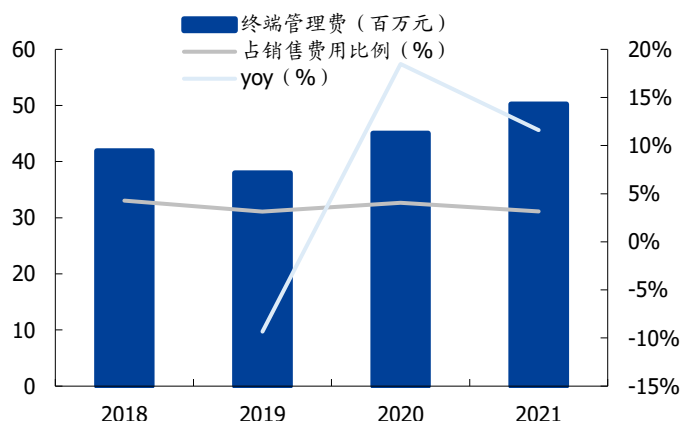
360°金管家服务, 打造优质客户口碑。公司为客户提供覆盖售前、售中、售后的全过程服务体验, 提供不限于套床深度护理除尘除螨、皮床保养、拆洗拆装等形式多样的专业增值服务, 并在圣诞节为客户送上节日关怀。通过持续的“感动式”金管家服务模式打造, 公司得到了客户的广泛好评, 积累了一批优质、稳定的客户群体, 让客户也成为公司最好的“宣传员”。此外, 公司成立以来每年向新老顾客寄送带有慕思 LOGO 的圣诞礼物作为感恩客户的回馈活动并计入终端管理费用, 得到了客户的广泛好评, 2020 年和 2021 年终端管理费同比增长分别为 18.5%和 11.6%, 主要系寄送的礼品数量增加以及礼品单价略有增加所致, 2021 年慕思荣获“家居消费者口碑品牌”称号。

图表 78: 慕思金管家服务流程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 79: 2018-2021 年公司终端管理费用及占比



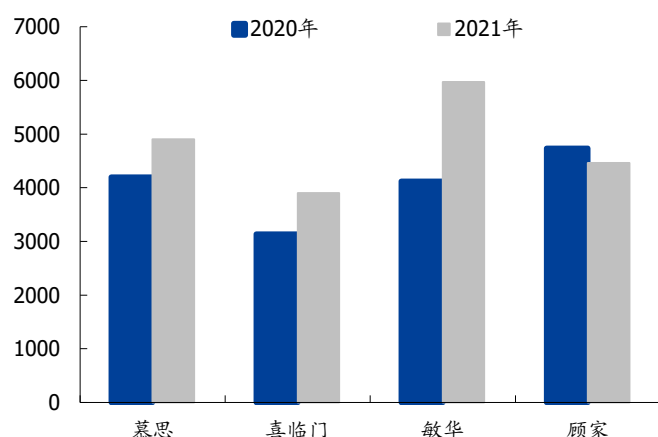
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3.2 渠道：线下渠道为主，线上&直供快速发展

3.2.1 线下门店：经销商管理细致，门店加速拓展

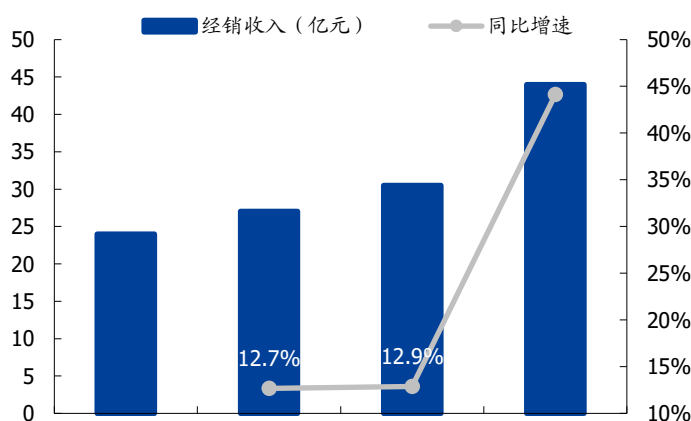
经销渠道不断扩张，精细化管理行业领先。公司目前已在线下形成覆盖国内 500 余个城市、1900 余家经销商和 4900 余家专卖店的完善线下终端销售网络，专卖店数量行业领先。经销渠道方面：**1) 经销商管理完善**：公司建立起包含转让与淘汰、4S 星级认证、终端价格管理、多种形式补贴、业绩考核激励等在内的经销商管理制度及流程，并强化经销商辅导及运营，2018-2021 年经销商淘汰率从 4.1% 提升至 10.8%；**2) 渠道资源优质**：公司依托与红星美凯龙、居然之家等大型连锁家具卖场多年来形成的稳定、良好的合作关系，销售门店在位置、资源、营销等方面长期拥有比较优势；**3) 重视门店体验**：公司注重门店精细化管理，通过开设睡眠体验馆在行业内率先引入“样板间”模式，提高客户消费体验。2018-2021 公司分别实现经销收入 23.99/27.03/30.51/43.97 亿元，占总营收比重分别 75.3%/70.0%/68.53%/67.8%，经销商数量由 1018 家增长到 1906 家。

图表 80: 各公司经销门店数量对比



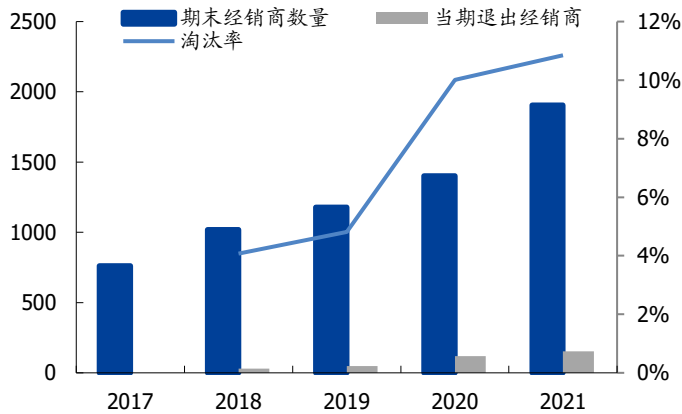
资料来源：各公司公告，慕思招股说明书，国盛证券研究所
注：敏华为相应财年数据；喜临名为喜临门品牌门店数据；顾家为自主品牌门店数据

图表 81: 2018-2021 年经销渠道收入



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 82: 经销商数量及淘汰率 (个, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

注: 经销商淘汰率=每年推出经销商/上一年末经销商数量

图表 83: 慕思睡眠体验馆



资料来源: 新浪家居, 国盛证券研究所

图表 84: 公司经销商管理体系完善

经销商扶持	内容
招商	对招商地域与网点布局进行严格把控, 在保证门店覆盖率的同时, 避免经销商之间的重复竞争, 单一品牌在单一区/县级行政区划内仅授权一家独家经销商; 将全国市场划分为特级到六级共七级分类, 对不同级别市场内经销商在当地的开店数量、门店形态及门店面积均有严格要求。
转让与淘汰	同时对于停业三个月或连续三个月未提货的区域, 公司有权直接取消该经销商资格并按空白市场重新招商。
4S 星级认证	4S 指销售 (Sale)、展示 (Show)、服务 (Service)、信息 (Survey), 公司对专卖店在店面 SI/VI 标准、员工形象、店面环境、商品展示、IP 活动筹划、金管家服务、渠道开拓、目标管理、培训体系、数据管理、督导系统等方面已形成一套完善的门店经营指导体系, 提供全方位的指导与规范。
培训体系	搭建了完善的终端培训体系, 建有专业的销售培训团队, 并根据经理人、店长、员工等不同层级的人员开设不同的针对性的专业培训课程。
配套服务	公司不断打造及完善服务质量管理及服务运营体系, 要求经销商需要根据市场级别为一定数量的客户提供售后服务, 根据经销商每月提供深度护理服务的数量和客户回访满意度对经销商提货提供折扣。
价格管理	经销商销售价格管理 公司根据产品定位、行业内竞争产品的价格段、市场价格需求, 并结合经销商的利润空间制定了《价格册》, 确定产品终端建议零售价。同时, 公司通过市场走访、不定期巡查等多种手段严查经销商窜货、扰乱市场价格秩序的行为。
经销商补贴	装修 根据经销商代理的品牌、店铺位置、店铺面积、所在城市等级等因素设定补贴标准, 装修补贴按经销商在当年度新开设的店铺面积计算, 补贴区间为 400 元/m ² -1600 元/m ² 。 广告 对于形象广告、大型 IP 活动广告、主动营销及开业活动广告、明星活动广告、其他临时性活动广告及奖励类广告等 6 种广告, 经销商在广告投放后可以向发行人申请补贴, 相关广告投放费用通常由发行人与经销商以 5:5 比例分摊, 不同情形下的分摊比例有所调整, 原则上补贴比例不超过广告投放金额的 60%。 营销 主动营销由经销商向公司提出申请并批准后, 公司派出专业的营销团队前往经销商城市协助经销商开展营销活动。主动营销中的费用公司将按照一定的比例进行分担。 其他 公司还根据具体的活动方案或补贴申请给予经销商活动补贴。
业绩激励	经销商业绩激励 公司每年制定不同的业绩激励政策, 主要分为如下三类: A. 年度提货目标激励: 根据经销商所代理的品牌、城市等级、目标完成率、业绩增长率、消费者满意度指数等因素综合计算。在经销商达成提货目标后, 给予返点激励或提货价格系数优惠。 B. 活动考核激励: 公司在营销活动举行时, 相应的制定与营销活动相关的考核激励政策, 根据在营销活动举办期间的经销商提货金额、达成率、提货种类、提货配套率、提货排名等因素综合计算, 给予经销商返点激励或负返点激励。

C. 经销商分成返利：根据电商、直供渠道的销售区域分布、销售金额等因素综合计算，给予对应区域的经销商返点补偿。

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

单店效益领先，享渠道拓展红利。根据我们渠道调研，慕思两湖地区某经销商单店坪效超过 2 万元，毛利率超过 50%、净利率 15%-20%，单店效益领先于各大家居企业，主要系慕思具备品牌溢价属性、产品定价高，且经销商管理体系较为完善所致。综合公司发展阶段来看，公司目前处于系列&品类拓展红利期，2021 年新增门店数量 1400 家，根据我们渠道调研，2022 年公司渠道加速扩张，此外床具和沙发门店融合比例呈现逐步上升趋势。

图表 85：慕思经销商经营情况跟踪

单店模型 (300平门店为例)	坪效	毛利率	净利率	单店投资
省会城市	3w	50%+	15%	装修+样品2000-2200元/平，其中公司补贴500元/平以上，总体300平门店投资45-50万
地级市	2-2.5w	50%+	接近20%	
单店模型 (1000平大店为例)	盈亏平衡点	毛利率	净利率	租金+水电+人工费用
	600万	40%以上	至少15%	租金+水电不超过80万，人工40万
客单值&客流量&价格带				
客单值	床具客单值在1.5-2w，沙发客单值在2-3w，21年床和床架比例3:1，床垫和沙发融合比例是30-35%，争取22年达到50%，则客单价有望超过3w			
客流量	自然客流占1/3，装修渠道占1/3，主动获客（直播、抖音、物业等）占1/3			
价格带	中低端：0.5W-1W；中端：1.5W-2w；高端：2w以上			
提价情况	21年提价幅度5%			

资料来源：渠道调研，国盛证券研究所

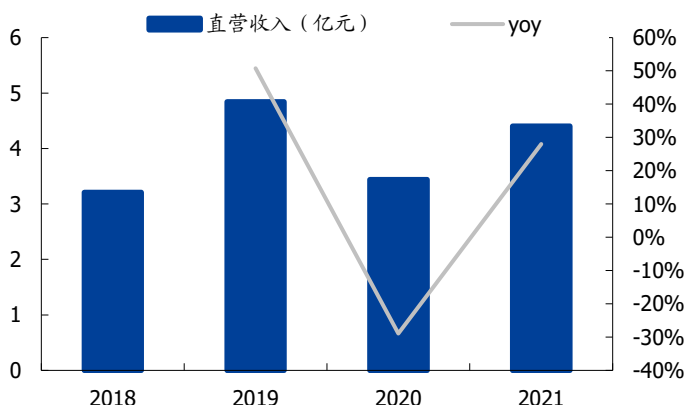
图表 86：主要家居公司单店模型对比

单店模型	欧派橱柜	索菲亚衣柜	顾家沙发	敏华沙发（贵族）	喜临门床垫
单店销售额（万元/年）	1000	750	450	600	300
单店面积（m ² ）	350	300	300	500	200
坪效（万元/坪）	2.5-3.0	2.5-3.0	1.0-1.5	1.0-1.5	1.5-2.0
毛利率（%）	50%-55%	50%-60%	40%	45%+	50%
单店租金（万元/年）	90	80	70	100	60
利润总额（万元/年）	130	90	40	53	35
净利率（%）	10%-15%	10%-15%	8%-10%	8-10%	10%-15%

资料来源：渠道调研，国盛证券研究所

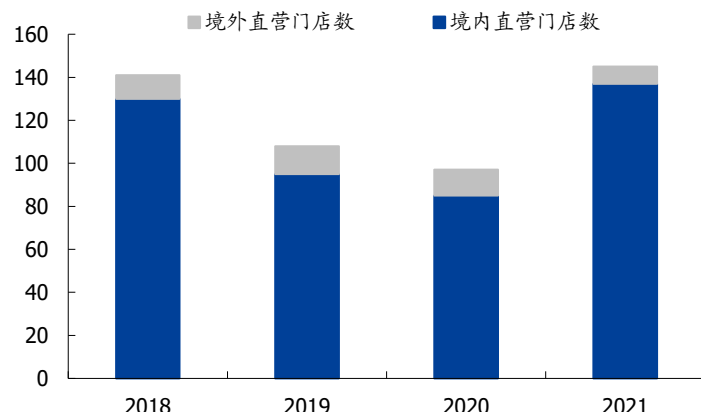
直营渠道担负品宣功能，境内门店加速拓展。公司在东莞、广州、深圳、上海、北京和香港、美国、德国、意大利设有直营门店，主要担负品牌宣传、客户培育等市场开拓职能。2018-2021 直营收入规模从 3.21 亿元提升至 4.40 亿元，占总收入的比重分别为 10.1%/12.5%/7.7%/6.8%，2021 年直营门店数同比+48 家至 145 家，其中境内门店数同比+52 家至 137 家，境外门店数同比-4 家至 8 家。

图表 87: 2018-2021 年直营渠道收入



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 88: 2018-2021 年直营门店数量 (家)

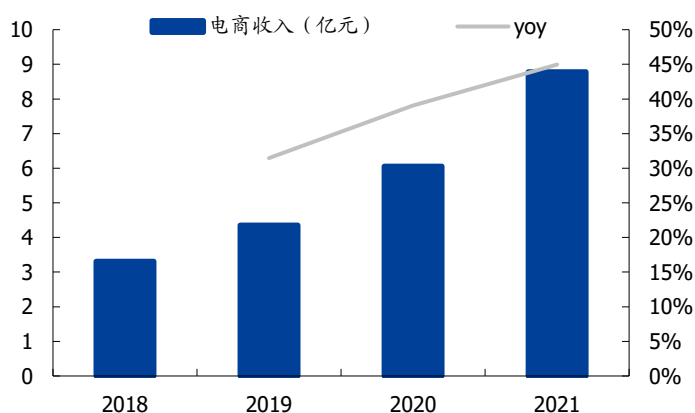


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2.2 线上电商: 增速领先, 天猫贡献主要收入

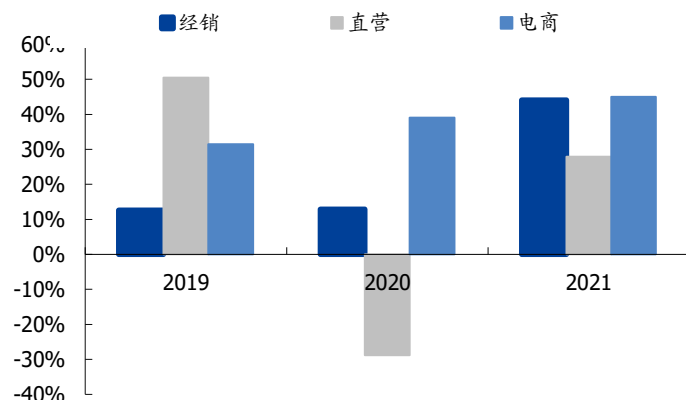
电商渠道持续发力, 官方旗舰店收入增势明显。公司 2015 年起进入电商渠道销售, 不断增加线上渠道建设投入, 2018-2021 年公司电商渠道贡献收入 3.31/4.36/6.06/8.78 亿元, 收入占比为 10.4%/11.3%/13.6%/13.5%, CAGR 达 38.4%, 显著高于线下增速。公司电商渠道主要包括官方旗舰店和平台自营店两类, 2021 年公司在天猫、京东、唯品会平台官方旗舰店收入分别同比+35.9%/+68.7%/-9.5%至 6.33/1.74/0.08 亿元。

图表 89: 2018-2021 电商渠道收入规模及增速



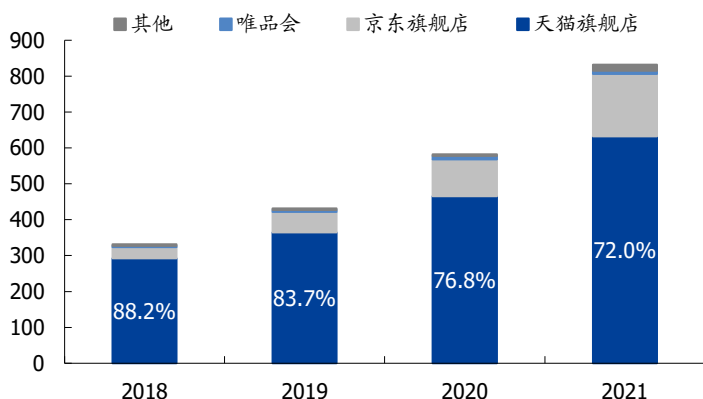
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 90: 公司线上业务收入增速跑赢线下 (%)



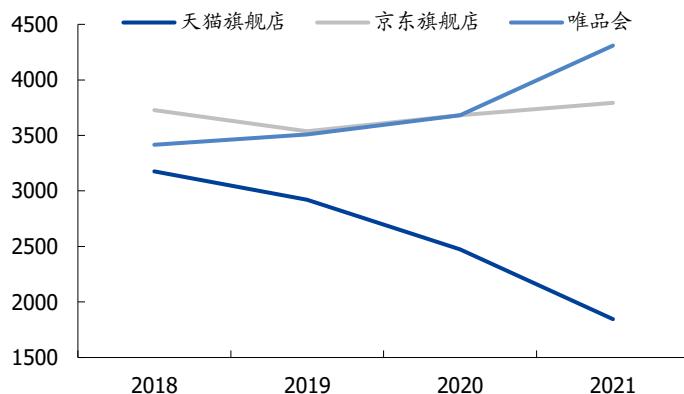
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 91: 公司电商渠道收入结构 (百万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 92: 公司各电商平台人均消费金额 (元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 93: 抖音直播渠道销售情况对比

品牌	品牌直播号	近30天总观看人次 (万人)	场均观看人次 (人)
慕思	慕思家具旗舰店	26.5	8546
顾家家居	顾家家居官方旗舰店	121.9	19000
喜临门	喜临门直营官方旗舰店	22.9	6347
梦百合	梦百合官方旗舰店	25.8	6280

资料来源: 灰豚数据, 国盛证券研究所
注: 数据截至6月11日

3.2.3 直供: 强强联合, 欧派为主要合作方

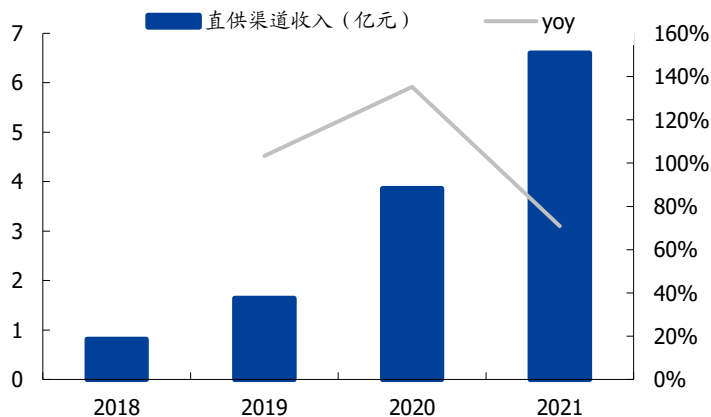
欧派贡献 80%收入, 直供占比持续提升。公司在保持与锦江系等酒店类客户长期稳定合作外, 不断拓展直供渠道的客户, 2019 年与欧派家居达成战略合作, 联合共创“慕思·苏斯”品牌, 仅供欧派全渠道销售。2020-2021 年公司通过欧派家居的销售分别达 2.88、5.28 亿元, 营收占比达 6.5%、8.2%。依托欧派合作加速, 公司直供渠道增长显著, 占比不断提升, 2018-2021 直供渠道营收分别为 0.81/1.64/3.86/6.60 亿元, 占总收入比重分别为 2.5%/4.3%/8.7%/10.2%。

图表 94: 欧派特供——慕思·苏斯系列



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 95: 直供渠道收入及增速



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.3 产品：兼顾研发设计、智能制造与售后服务，生产效率领先

重视产品研发设计，合作国际知名设计师，创新应用材料与技术。**1）在设计环节：**公司聘请法国知名设计师莫瑞斯（Moris），英国知名设计师马修（Matthew）作为首席设计师，以欧洲设计理念，将人体工程学、时尚艺术感和睡眠环境学等要素融入寝具设计，共同打造符合人体工程学的智能化健康睡眠产品。**2）在新材料应用环节：**公司积极探索新材料在家居产品方面应用，引入3D棉、防螨布、太空树脂球、石墨烯乳胶、凝胶、高密度玻璃珠等多种创新材料。**3）在新技术应用环节：**公司顺应智能睡眠行业发展方向，创新性将人体工程学、睡眠环境学、智能化技术融入到产品设计，先后发布第一到第八代健康睡眠系统。

图表 96：2021 年慕思 V6 床架荣获中国外观设计优秀奖

图表 97：公司原材料供应商

附件 6

第二十二届中国外观设计优秀奖项目名单
(56 项)

序号	专利号	专利名称	专利权人	设计人
13	ZL201530401966.1	吹风机	南京德商实业有限公司	德里克·史密斯、丹尼斯·弗罗布雷斯、戴恩·塔克
14	ZL201630066430.3	汽车	上汽通用五菱汽车股份有限公司	韦荣东、王贵、刘剑
15	ZL201630103287.0	龙头（万向摆动可升降龙头）	珠海普乐美厨卫有限公司	卫凯、提鲁那嘎鲁、刘勇
16	ZL201630120796.4	整车	北汽福田汽车股份有限公司	韩雨芝、武锡斌、鹿政华、周宏伟、关荣芝、于东海、刘晶
17	ZL201630291215.3	微型胎儿监护仪套件	深圳邦健生物医疗设备股份有限公司	陈吴笋、汪培林、罗坚、陈俊
18	ZL201630355205.1	平板灶具	成都前峰电子有限公司	何耀
19	ZL201630356478.8	零位回转挖掘机	柳州柳工挖掘机有限公司、柳工常州机械有限公司、广西柳工机械股份有限公司	赵伟、董里、梅杰、任增辉、赵宇光、李臣
20	ZL201630530191.2	压砂机（YP16800）	佛山市恒力泰机械有限公司	温怡彩、邓耀顺、刘强
21	ZL201630598507.7	吸尘器	东佑电器（苏州）有限公司	王小晋、孙永平、李智强、史建峰
22	ZL201730004012.6	床架（V6-131）	慕思健康睡眠股份有限公司	王楠峰
23	ZL201730179584.8	壁柜（caracole-CLA-016）	美克国际家居用品股份有限公司	冯东明



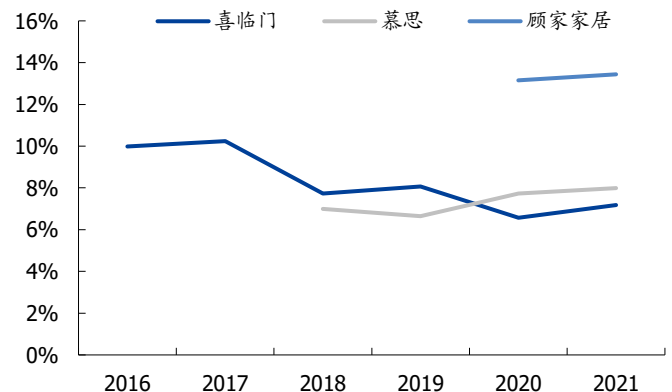
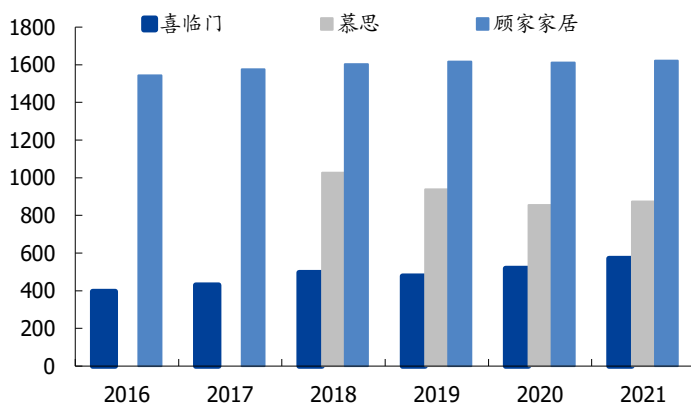
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

智能生产提高效率，成本控制能力增强。公司通过与西门子、舒乐、ABB、IBM、礼恩派集团等世界一流企业合作，引入了全球先进的自动、智能化设备和工业流程，最大限度地实现制造过程中的工艺数据化、生产自动化、信息自动化、物流自动化，打通从客户下订单到产品交付的全自动化流程，是国内设备最先进的软体家具制造企业之一，2018-2021 年公司平均床垫生产人工成本占比为 7.34%（同期喜临门平均为 7.39%），生产自动化程度领先行业。同时智能制造为公司带来显著成本优势，2018-2021 年单位生产成本分别为 1026/939/855/873 元（CAGR 为-5.2%），成本控制能力逐渐强化。

图表 98：各企业床垫单位生产成本对比（元）

图表 99：各企业床垫生产中人工成本占比

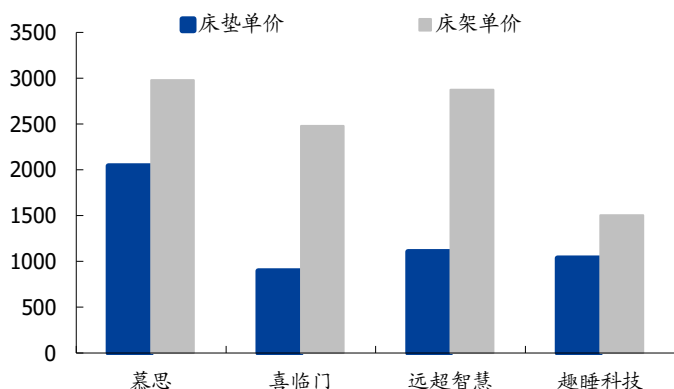


资料来源：招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

资料来源：招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

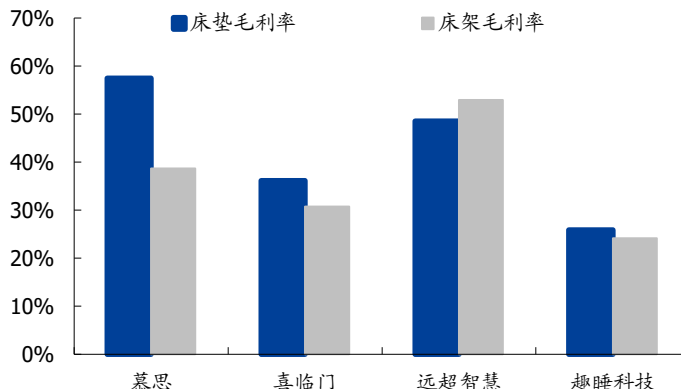
品牌溢价突出，床垫&床架单价第一。2021 年慕思床垫/床架单套价格为 2042/2979 元，同比下降 2.9%/19.1%，主要系疫情后为进一步抢占优质经销资源而加强经销商补贴及电商渠道占比提高。然而受益于品牌溢价，慕思产品单价仍明显高于喜临门 896/2480 元、远超智慧 1107/2875 元、趣睡科技 1036/1504 元，且毛利率同样高于竞争对手。

图表 100: 2021 年各床垫企业单价对比 (元/套)



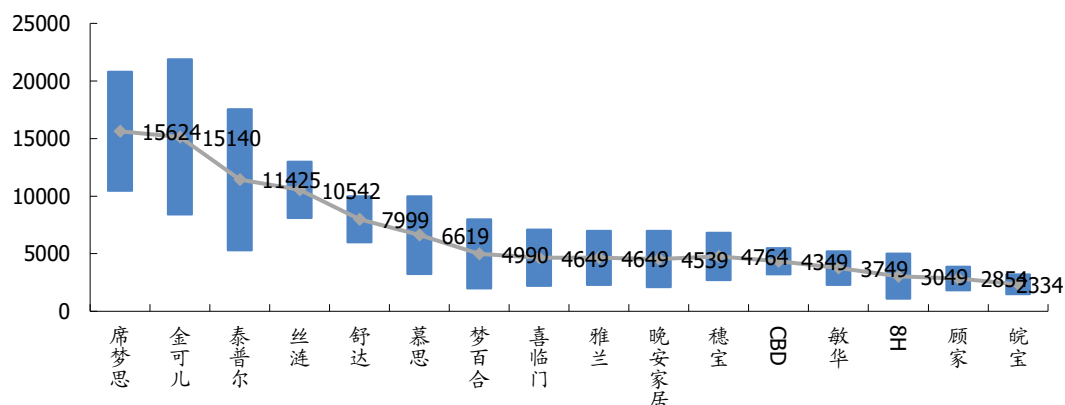
资料来源: 招股说明书, Wind, 国盛证券研究所
注: 远超智慧为 2021H1 数据

图表 101: 2021 年各床垫企业毛利率对比 (%)



资料来源: 招股说明书, Wind, 国盛证券研究所
注: 远超智慧为 2021H1 数据

图表 102: 我国各床垫品牌电商主要终端价格带及中值 (元)

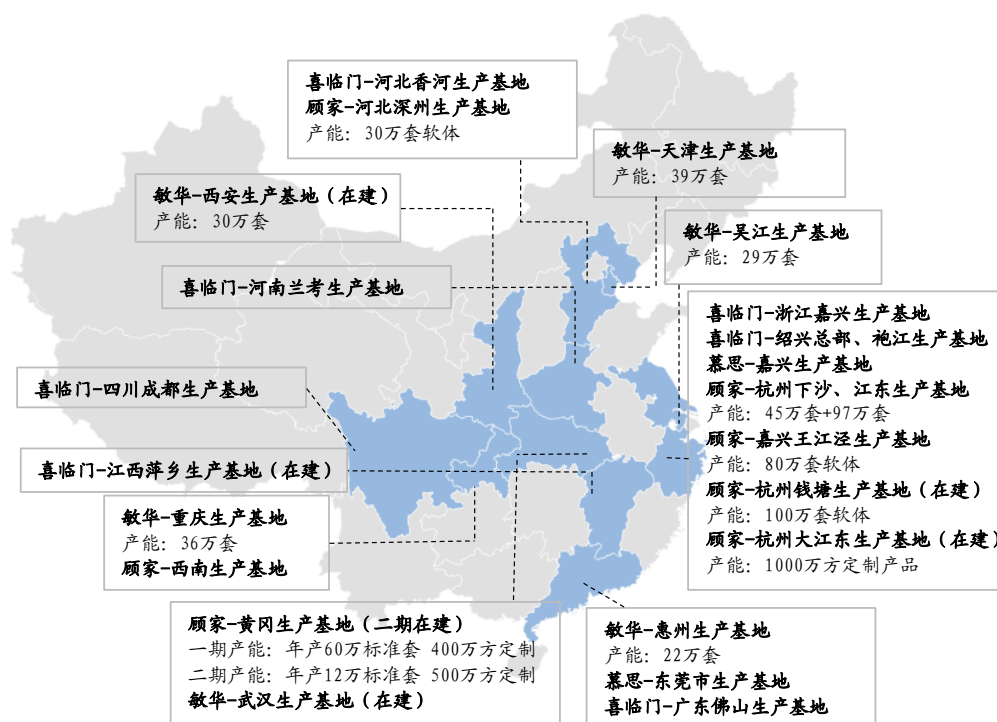


资料来源: 公司官网, 天猫商城, 京东商城, 国盛证券研究所

3.4 供应链: 公司运营效率突出, 产业链管理能力出众

智能化生产优势突出, 募投项目打开产能瓶颈。智能生产方面, 公司与西门子、舒乐、ABB、IBM、礼恩派集团等世界一流企业合作, 引入全球先进的自动智能化设备和工业流程, 通过集成 CRM、SAP、APS、MES 等系统, 打通从客户下单到产品交付的全自动化流程, 并支持个性化按需定制 C2M 商业模式; 供应链方面, 公司通过集成 WCS 和 WMS 系统, 有效提高快速供货能力, 提高生产效率、缩短交货周期、降低生产成本, 2021 年公司获授“数字化转型大奖-标杆工厂”; 产能方面, 目前主要软体家居企业均已实现全国化产能布局, 喜临门七大生产基地 (不含在建萍乡基地) 更能满足订单及时响应需求, 慕思此次 IPO 募投项目将 15 亿元用于建设华东健康寝具生产线, 有利于打开产能瓶颈, 进一步提升配送效率, 实现降本增效。

图表 103: 软体家居企业产能对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 104: 公司 IPO 募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	拟投入募 集资金 (亿元)	项目具体情况
1	华东健康寝具生产线建设项目	15.03	12.27	公司将通过华东健康寝具生产线建设项目解决制约公司发展的产能问题, 新增自动化生产设备, 降低物流配送成本。本项目预计总投资 15.03 亿元, 建设地点位于嘉兴市南湖区余新镇嘉南公路以西、余云公路以南, 项目建设期 24 个月
2	数字化营销项目	2.48	1.50	公司将通过数字化营销项目打造统一集团信息化平台, 完善公司线上+线下的营销网络, 巩固中高端软体家具品牌的领先地位。本项目预计总投资 2.48 亿元, 建设地点位于广东省东莞市厚街镇厚街科技大道 1 号, 项目建设期 36 个月
3	健康睡眠技术研究中心建设项目	1.49	1.00	公司将通过健康睡眠技术研究中心建设项目, 开展睡眠过程中健康监测技术、助眠技术、视觉识别健康技术等健康技术的研究。本项目预计总投资 1.49 亿元, 建设地点位于广东省东莞市厚街镇厚街科技大道 1 号, 项目建设期 36 个月
合计		19.00	14.71	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

自主品牌经销为主, 收款能力优异。2018-2021 年公司应收账款占营业收入比例平均为 1.0%, 远低于竞争对手, 主要原因系公司以自主品牌经销模式为主 (OBM 模式), 经销商一般需要“全款下单”, 不存在信用期, 存在信用期的直供客户占比较低; 而可比公司如喜临门、梦百合和顾家家居的 OEM/ODM 直供销售占比较高, 通常会给予 OEM/ODM 等直供客户一定的信用期, 导致其应收账款占比较高。

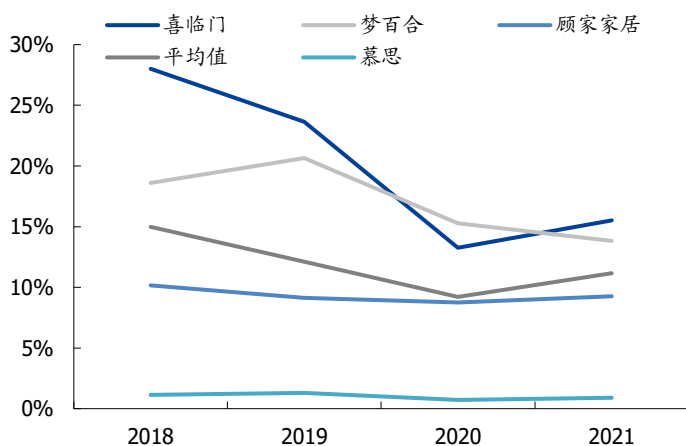
图表 105: OBM、ODM、OEM 生产模式区分

生产模式	设计方	生产方	品牌	销售方	说明
OBM	公司	公司	公司	公司	自主品牌、自产自销
ODM	公司	公司	其他公司	其他公司	贴牌模式，自主生产，品牌商贴牌
OEM	其他公司	公司	其他公司	其他公司	代工模式，公司仅替品牌商生产

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

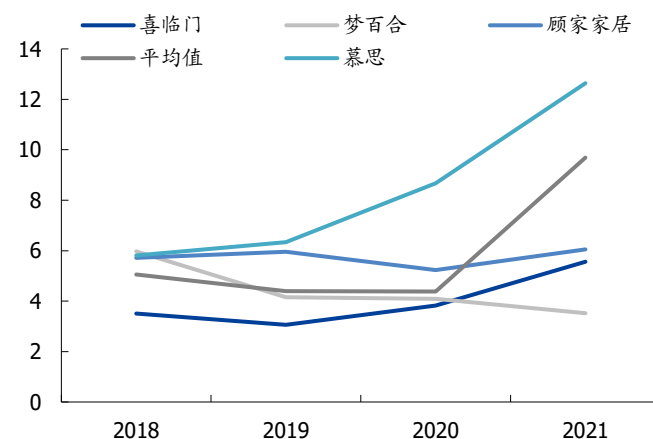
生产管理能力强，以销定产，优化库存。喜临门、梦百合等可比公司为主要家具品牌企业 OEM/ODM 等代工的规模占比较高，且境外客户较多，考虑到运输时间、供货及时性等因素，客户一般要求代工厂商提前备货，故其存货周转速度较慢；而公司主要销售自主品牌，且智能决策管理平台通过集成 CRM、SAP、APS、MES 等系统，打通订单一体化生产流程，并支持按需定制 C2M 商业模式，可以根据客户需求迅速做出反应并进行排产，因此公司存货周转效率明显高于可比公司，2021 年公司存货周转率 12.64 次/年，显著高于喜临门 5.56 次/年、梦百合 3.52 次/年，顾家家居 6.05 次/年。

图表 106: 2018-2021 年主要床垫企业应收账款占营收比例 (%)



资料来源：招股说明书，Wind，国盛证券研究所

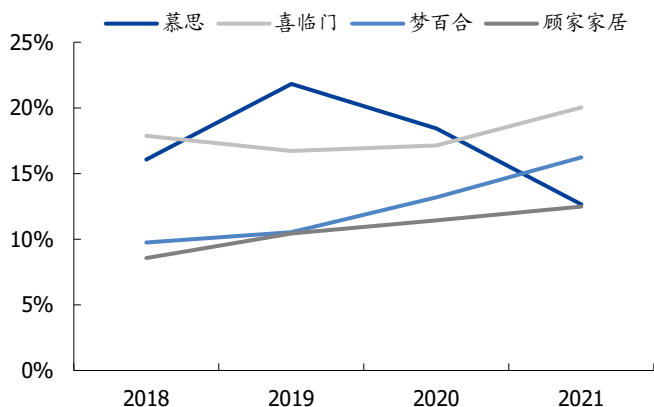
图表 107: 2018-2021 年主要床垫企业存货周转率 (次/年)



资料来源：招股说明书，Wind，国盛证券研究所

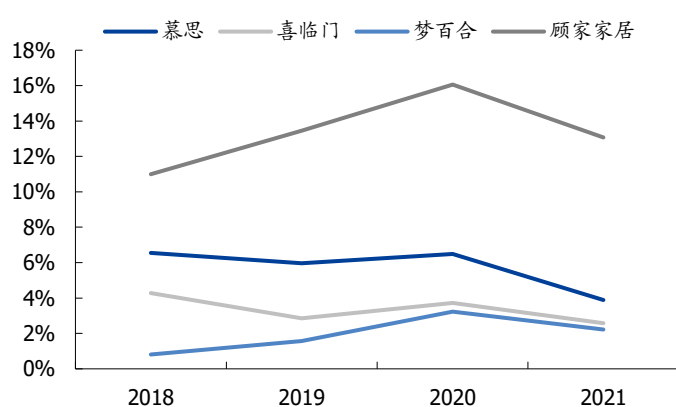
产业链地位强势，上下游掌控能力较强。
1) 上游供应商：公司作为国内床垫行业龙头，业务规模和采购需求较大，基于较强势的产业链地位，公司在采购端面对供应商普遍具有较强的议价能力。2018-2021 年公司平均应付账款资产占比为 17.2%，高于喜临门 (17.9%)、顾家家居 (10.7%)、梦百合 (12.4%)。
2) 下游采购方：公司核心产品市场需求旺盛，订单负荷较高，公司对下游客户多采用“全款下单”的结算方式，即收到预收款项后再排单生产，产品交付后确认营业收入，并同时结转预收款项、合同负债，因此公司合同负债比重逐年上升，2021 年合同负债占营收比例为 3.9%，高于喜临门 (2.6%)、梦百合 (2.2%)。

图表 108: 2018-2021 年各公司应付账款占资产比重 (%)



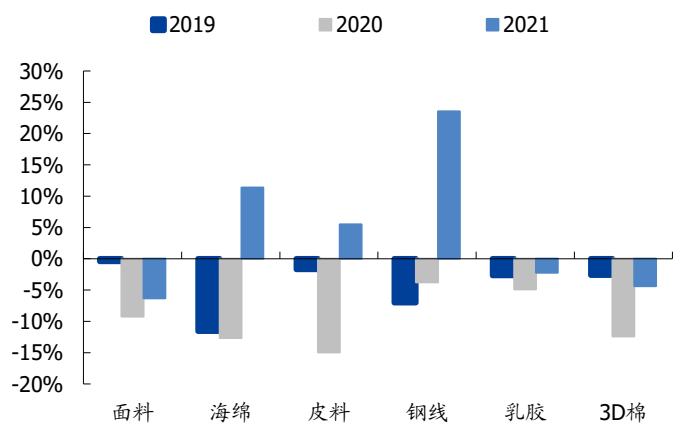
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 109: 2018-2021 年各公司合同负债占营收比重 (%)



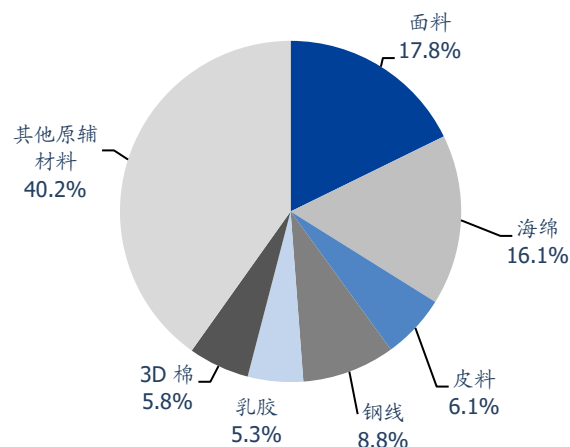
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 110: 公司主要原材料采购单价变动情况 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 111: 2021 年原材料成本构成

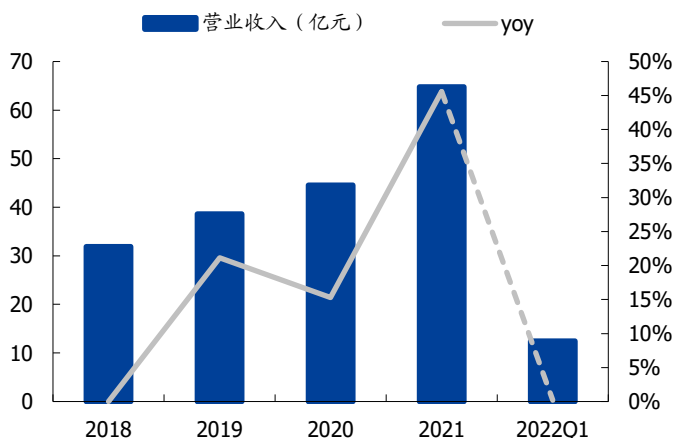


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

4 财务分析

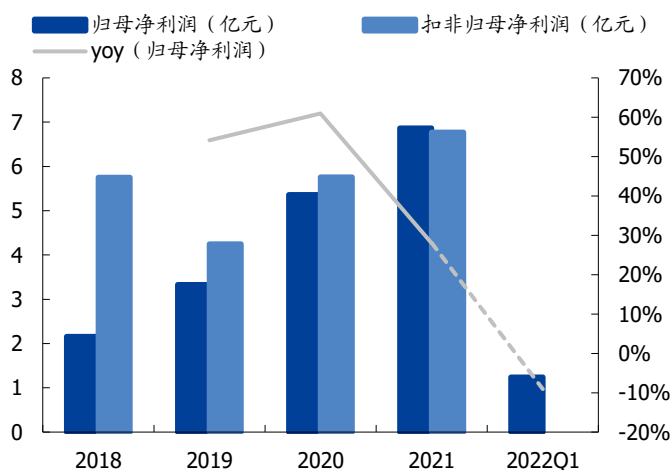
收入稳健增长，利润弹性显现。2018-2021 年公司分别实现营业收入 31.88/38.62/44.52/64.81 亿元，保持快速增长势头，CAGR 达 26.7%。2018-2021 年公司实现净利润 2.16/3.33/5.36/6.86 亿元，CAGR 高达 47.0%，利润增速高于收入增速，主要系规模效应显现以及费用有效控制。

图表 112: 2018-2022Q1 公司营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

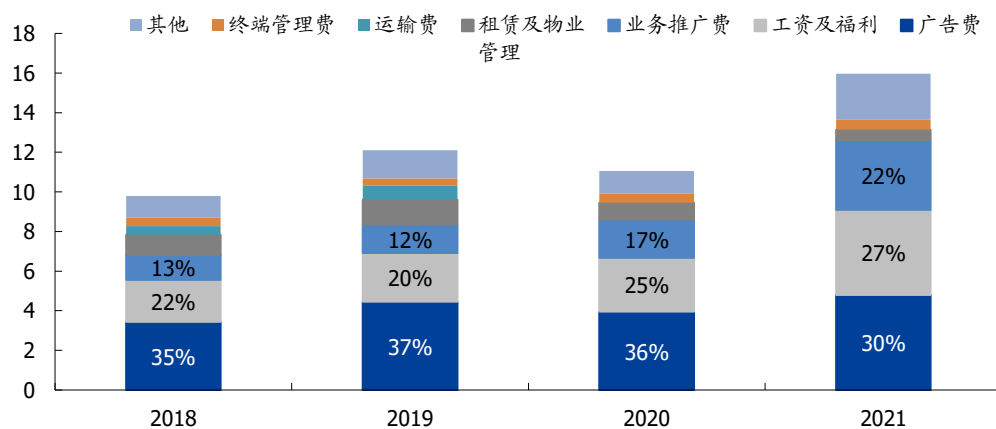
图表 113: 2018-2022Q1 公司利润情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

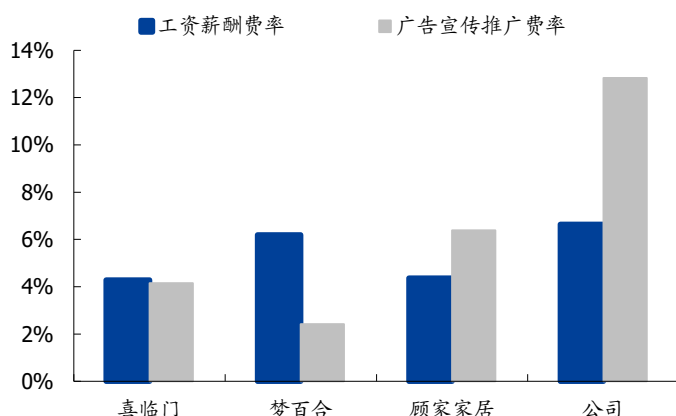
营销投入较大, 管理效率高。公司为打造高端品牌形象, 在营销方面的投入较高, 2019 年销售费率达 31.3%, 2021 年降至 24.6%, 但仍然明显高于喜临门 (15.4%)、顾家家居 (14.7%) 以及梦百合 (16.1%)。其中, 广告费用率和工资及福利费用率显著高于同行可比公司, 相关费用控制力度有望加强。管理费率方面, 2019-2021 从 7.8% 下降至 7.3%, 管理效率有所提升, 后续仍有下降空间。

图表 114: 2018-2021 年公司销售费率构成



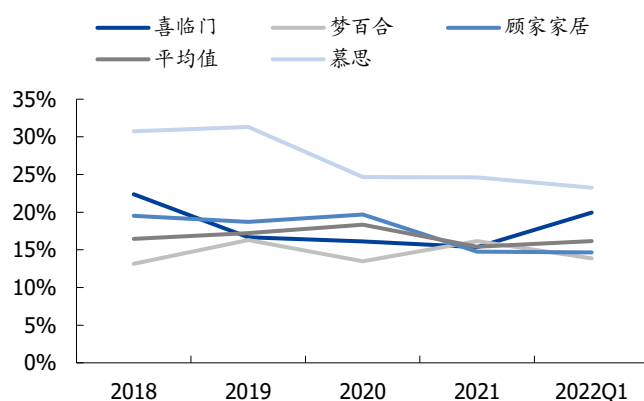
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 115: 2021 年公司销售费率主要构成横向对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

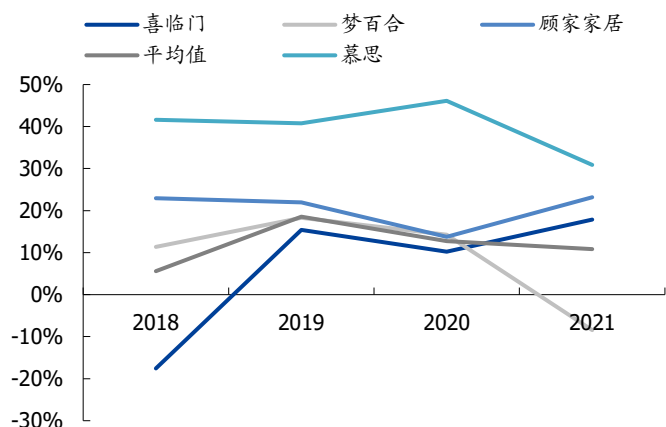
图表 116: 2018-2021 年公司销售费率横向对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

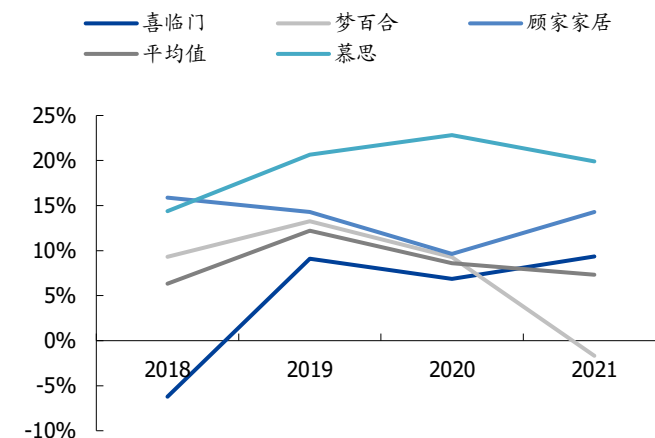
盈利能力明显强于同业可比公司。2018-2021 年, 公司实现净资产收益率 (加权 ROE) 41.6%/40.8%/46.2%/30.9%, 明显高于可比上市公司的加权 ROE 平均值 5.6%/18.6%/12.7%/10.9%; 2021 年公司 ROA 为 19.9%, 明显高于喜临门 9.4%、梦百合-1.7%、顾家家居 14.3%。综合来看, 公司盈利效率明显高于同业平均水平。

图表 117: 2018-2021 年公司加权 ROE 横向对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 118: 2018-2021 年公司 ROA 横向对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

公司系中国床垫领军品牌, 产品持续升级迭代, 渠道管理优化、门店拓展加速, 预计 2022-2024 年收入规模分别同比+19.1%/+17.4%/+15.6%至 77.21/90.63/104.78 亿元, 毛利率分别为 44.7%/45.1%/44.7%。其中:

直营渠道: 预计 2022-2024 年直营门店数量为 150 家, 单店店效分别同比+5.4%/3.1%/3.0%至 1.60/1.65/1.70 万元/平米, 则直营渠道收入分别同比+9%/+3.1%/+3.0%至 4.80/4.95/5.10 亿元。

经销渠道: 预计 2022-2024 年公司合理把控开店节奏, 经销门店数量分别+800/500/500

家，同时优化单店效率，预计店效分别同比+0.3%/+5.6%/+5.3%至 0.9/0.95/1.0 万元/平米，则经销渠道收入分别同比+16.7%/14.8%/13.8%至 51.30/58.90/67.00 亿元。

直供/电商/其他渠道：预计 2022-2024 年公司直供渠道收入分别同比+40%/30%/25%至 9.24/12.01/15.02 亿元，电商渠道收入分别同比+30%/25%/20%至 11.42/14.27/17.12 亿元，其他渠道收入分别同比+10%/10%/10%至 44.94/49.43/54.37 百万元。

图表 119: 收入拆分及盈利预测 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4452.42	6481.04	7720.56	9062.65	10478.30
YoY	15.3%	45.6%	19.1%	17.4%	15.6%
毛利率	49.3%	45.0%	44.7%	45.1%	44.7%
分渠道收入拆分					
直营	344.23	440.37	480.00	495.00	510.00
YoY	-28.82%	27.93%	9.00%	3.13%	3.03%
毛利率(%)	75.89%	73.85%	73.00%	75.00%	75.00%
门店数量(家)	97	145	150	150	150
单店收入(万元)	354.88	303.70	320.00	330.00	340.00
坪效(万元/平米)	1.77	1.52	1.60	1.65	1.70
经销	3050.70	4396.80	5130.00	5890.00	6700.00
YoY	12.9%	44.1%	16.7%	14.8%	13.8%
毛利率(%)	45.9%	41.6%	42.0%	43.0%	43.0%
门店数量(家)	3500	4900	5700	6200	6700
单店收入(万元)	87.16	89.73	90.00	95.00	100.00
坪效(万元/平米)	0.87	0.90	0.90	0.95	1.00
直供	386.18	660.00	924.00	1201.20	1501.50
YoY	135.2%	70.9%	40.0%	30.0%	25.0%
毛利率(%)	32.6%	27.0%	28.0%	27.0%	26.0%
电商	605.79	878.17	1141.6	1427.0	1712.4
YoY	39.1%	45.0%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率(%)	61.6%	58.9%	60.0%	60.0%	60.0%
其他	32.69	40.85	44.94	49.43	54.37
YoY	12.5%	25.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	7.9%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所预测

5.2 投资建议

公司产品&渠道齐发力进入加速成长期，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 8.22/10.18/12.16 亿元，分别同比增长 19.7%/23.9%/19.4%。我们选取软体家居行业内产品、品牌、渠道稳步扩张的顾家家居、敏华控股和喜临门作为可比公司，考虑公司营销持续发力、具备床垫品牌溢价，且渠道精细化管理能力强，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 120: 可比公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价(元)	PE			EPS		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603816.SH	顾家家居	432.44	68.40	20.9	17.0	14.1	3.3	4.0	4.8
1999.HK	敏华控股	294.26	7.49	11.0	9.2	7.8	0.7	0.8	1.0
603008.SH	喜临门	133.47	34.45	18.5	14.3	11.1	1.9	2.4	3.1
	平均			16.8	13.5	11.0			
001323.SZ	慕思股份	224.25	56.06	27.3	22.0	18.4	2.1	2.5	3.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所

注：估值截止 2022 年 6 月 23 日，敏华单位为港元

风险提示

疫情影响超预期：疫情持续扰动或将对公司海内外生产、门店经营、消费者需求产生不利影响；

房地产下行超预期：公司作为地产后周期的家居企业，地产销售下行将影响下游需求；

原材料价格波动超预期：原材料占公司生产成本比重超过 80%，原材料价格波动将影响公司盈利水平；

竞争超预期加剧：国内竞争对手在品牌、渠道方面同步发力，公司面临市场份额被抢占的风险；

测算存在误差：床垫行业规模及增速测算可能与实际存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com