

慕思股份 (001323.SZ)

渠道厚积薄发，品牌运筹制胜，大睡眠龙头乘风破浪

床垫赛道优质，公司龙头地位稳固，预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 7.80 亿元、9.53 亿元、11.35 亿元，分别同比增长 14%、22%、19%，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

慕思股份：中高端床垫领军品牌，渠道全面，品牌领先。慕思品牌创立于 2004 年，专业从事整套健康睡眠系统的研发、生产和销售。公司旗下拥有七大主品牌，构建了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵，主要产品包括中高端床垫、床架和床品。经过近二十年的精耕细作，公司建立了系统而全面的销售网络，现拥有 1,900 余家经销商和 4,900 余家专卖店，覆盖国内 500 多个城市和全球 20 多个国家或地区，慕思床垫在国内市场排名第一。21 年公司实现营业收入 64.81 亿元，同比增长 45.56%。

行业：床垫软体赛道优质，龙头份额持续集中，睡眠经济提供新蓝海。21 年我国软体家具市场规模达 3488 亿，其中床垫达 1048 亿元，过去六年 CAGR 为 8.9%，受益于渗透率提升、更换周期缩短，预计未来三年增长率将进一步拉升。我国软体行业 CR4 为 18.8%，床具行业 CR4 为 11.3%，竞争格局较为分散，但龙头集中趋势明显。未来行业需求强劲：1) 量增：中国的人均床垫消费水平仍然较低，渗透率有很大提升空间。随着消费者对于床垫的舒适度和功能性愈加重视，床垫更换频次提升，人均床垫消费和渗透率向欧美国家看齐；2) 价增：在消费升级和可支配收入提高的推动下，消费者家装预算进一步提高，愿意为高品质的软体家具支付“溢价”，软体家具未来具有较高的变现价值；3) 渠道：电商及直播新渠道助力软体行业破圈，线上线下融合，加速渠道下沉。4) 睡眠经济：伴随中国国民睡眠质量的降低，助眠产品供给品类增多和科技水平提升，睡眠经济发展潜力充满后劲，床具作为最主要构成部分，面临新增长机遇。

公司：品牌渠道构建核心壁垒，产品迭代保障持续竞争力。公司竞争优势主要体现在：1) 品牌认知强：7 大主力品牌全面覆盖中高端人群，通过全渠道、立体式、话题性、高频的精准广告投放，品牌形象深入人心；2) 渠道领先行业：已建成多元化、全渠道销售网络体系。1,900 余家经销商和 4,900 余家专卖店覆盖国内 500 多个城市，积极推动渠道下沉。依托与红星美凯龙等大型连锁家具卖场稳定的合作关系，门店在位置、资源等方面拥有优势；线上渠道建设力度加大，放大竞争优势；与锦江、欧派等头部品牌达成战略合作，大客户放量带动直供渠道高增；3) 产品延伸迭代：研发费用率逐年上升，重点针对健康睡眠产品新材料、新技术和智能科技研发，以提高产品竞争力；床品以外品类营收占比提升较大，未来形成新的增长点；4) 产能布局保障增长：新建华南、华东生产基地，最大限度进行自动化和智能化改造，提高公司产能与生产效率，持续维持核心竞争力。

软体赛道优质，公司龙头地位稳固，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。1) 预计公司将加速线下门店扩张，同时品类延伸，预计渠道数量及单店收入稳定提升。2) 电商、直供渠道持续放量，占比持续提升。预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 7.80 亿元、9.53 亿元、11.35 亿元，分别同比增长 14%、22%、19%，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

强烈推荐 (首次)

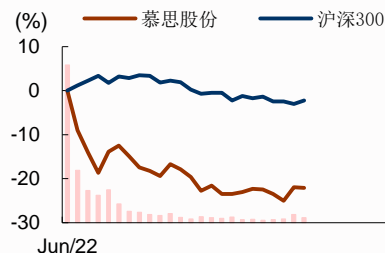
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：38.78 元

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本 (万股) | 40001 |
| 已上市流通股 (万股) | 4001 |
| 总市值 (亿元) | 155 |
| 流通市值 (亿元) | 16 |
| 每股净资产 (MRQ) | 6.7 |
| ROE (TTM) | 25.1 |
| 资产负债率 | 34.2% |
| 主要股东 | 东莞市慕腾投资有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 37.5% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|-----|----|-----|
| 绝对表现 | -16 | -0 | -0 |
| 相对表现 | -9 | 9 | 16 |



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
毕先磊 研究助理
✉ bixianlei@cmschina.com.cn

□ 风险提示：新冠疫情反复风险；地产销售大幅波动；原材料成本大幅上升。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 4452 | 6481 | 7346 | 8830 | 10460 |
| 同比增长 | 15% | 46% | 13% | 20% | 18% |
| 营业利润(百万元) | 681 | 818 | 930 | 1135 | 1353 |
| 同比增长 | 59% | 20% | 14% | 22% | 19% |
| 归母净利润(百万元) | 536 | 686 | 780 | 953 | 1135 |
| 同比增长 | 61% | 28% | 14% | 22% | 19% |
| 每股收益(元) | 1.34 | 1.72 | 1.95 | 2.38 | 2.84 |
| PE | 28.9 | 22.6 | 19.9 | 16.3 | 13.7 |
| PB | 8.3 | 6.0 | 4.6 | 3.8 | 3.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、慕思股份：国内高端床垫领军品牌 | 7 |
| 1、公司：床垫赛道领跑者，专注人体健康睡眠 | 7 |
| 2、经营成果：收入增长稳健，盈利增长强劲 | 8 |
| 3、公司治理：持股结构稳定，管理层经验丰富 | 9 |
| 二、行业：床垫行业持续高景气，睡眠领域千亿级蓝海市场待拓展 | 10 |
| 1、行业：渗透率提升，行业需求持续景气 | 10 |
| 2、格局：竞争格局分散，行业集中度呈上行趋势 | 11 |
| 3、需求：量价齐增推动行业扩容，渠道下沉优化产业格局 | 12 |
| (1) 量增：床垫更换频次提升，向欧美国家看齐 | 12 |
| (2) 价增：收入增长预算提高，客单均价有望抬升 | 12 |
| (3) 渠道：电商渠道占比提升，加速低线城市下沉 | 13 |
| 4、睡眠产业：千亿级蓝海市场，家居硬件需求广阔 | 14 |
| 三、驱动：品牌定位中高端，产品设计领先，渠道拓展空间尚大 | 16 |
| 1、品牌：中高端睡眠形象，强势营销下影响力不断提升 | 16 |
| 2、产品：整合创新，设计性能领先，供应链资源优秀 | 18 |
| 3、渠道：多元化销售网络体系，线上线下协同发展，优势突出 | 20 |
| 4、未来增长点：渠道及品类扩张，直供大客户放量，产能提高 | 22 |
| 四、财务分析：盈利能力及营运效率行业领先 | 25 |
| 1、盈利能力强 | 25 |
| 2、营运效率良好，现金流稳健 | 27 |
| 3、ROE 维持高水平，资产负债率逐步降低 | 27 |
| 五、盈利预测及投资建议 | 28 |
| 1、盈利预测 | 28 |
| 2、投资建议 | 29 |
| 六、风险提示 | 29 |

图表目录

| | |
|---------------|---|
| 图 1 公司品牌矩阵 | 7 |
| 图 2 公司专卖店遍布全球 | 7 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 3 公司发展历程 | 8 |
| 图 4 公司营业收入及增速 | 8 |
| 图 5 公司净利润及增速 | 8 |
| 图 6 公司分产品业务收入占比 | 8 |
| 图 7 公司分产品收入（亿元）及增速 | 8 |
| 图 8 公司分地区营收占比 | 9 |
| 图 9 2021 年境内销售规模区域结构 | 9 |
| 图 10 公司分渠道营收占比 | 9 |
| 图 11 公司分渠道收入（亿元）及增速 | 9 |
| 图 12 公司股权结构图 | 10 |
| 图 13 软体行业市场规模保持较快增速 | 11 |
| 图 14 我国沙发行业市场规模 | 11 |
| 图 15 我国软床行业市场规模 | 11 |
| 图 16 2020 年中国床具行业市场集中度 | 12 |
| 图 17 2020 年中国沙发行业市场集中度 | 12 |
| 图 18 我国软体行业 CR4 市场份额变化趋势 | 12 |
| 图 19 居民人均可支配收入持续提高 | 13 |
| 图 20 21 年家装预算进一步提高 | 13 |
| 图 21 我国电商零售占比逐年提升 | 14 |
| 图 22 软体龙头入驻天猫、京东等电商平台 | 14 |
| 图 23 2021 年中国网民失眠原因调查 | 14 |
| 图 24 2021 年中国失眠人群年龄结构 | 14 |
| 图 25 中国睡眠经济市场规模 | 15 |
| 图 26 中国睡眠经济分板块市场规模（亿元） | 15 |
| 图 27 睡眠产品多元化趋势明显 | 15 |
| 图 28 2021 年中国网民助眠工具购买情况 | 16 |
| 图 29 中国记忆枕市场规模（亿元） | 16 |
| 图 30 慕思品牌矩阵 | 16 |
| 图 31 公司广告费支出及组成变动 | 17 |
| 图 32 慕思寝具微信朋友圈广告投放 | 17 |
| 图 33 公司及其同行销售费用率对比 | 17 |
| 图 34 公司及其同行广告费用率对比 | 17 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 35 慕思赞助中国女排..... | 18 |
| 图 36 V6 明星代言人-李现..... | 18 |
| 图 37 成功打造五大 IP 活动..... | 18 |
| 图 38 床垫产品价格带及定位..... | 19 |
| 图 39 V6 产品线上价格带 1000-4000 元..... | 19 |
| 图 40 整合全球优秀设计师..... | 19 |
| 图 41 V6 床架荣获中国外观设计优秀奖..... | 19 |
| 图 42 研发费用及其销售占比逐年上升..... | 19 |
| 图 43 研发费用率处于行业中等水平..... | 19 |
| 图 44 整合供应链资源..... | 20 |
| 图 45 公司存货周转率较好..... | 20 |
| 图 46 自动化生产车间..... | 20 |
| 图 47 各渠道主营业务收入..... | 21 |
| 图 48 各渠道主营业务收入占比..... | 21 |
| 图 49 公司经销商数量快速增长..... | 21 |
| 图 50 多品牌综合门店..... | 21 |
| 图 51 经销商末位淘汰比率有所提升..... | 22 |
| 图 52 线上渠道销售收入快速增长..... | 22 |
| 图 53 线上推广支出增长较快..... | 22 |
| 图 54 门店数量处于同行中等水平..... | 23 |
| 图 55 电商占比仍低于同行水平..... | 23 |
| 图 56 其他品类包括按摩椅、沙发、餐桌椅..... | 23 |
| 图 57 床品近年收入占比略下降..... | 23 |
| 图 58 其他品类近年收入占比提升较大..... | 23 |
| 图 59 直供收入及其营收占比增加..... | 25 |
| 图 60 欧派家居为直供模式第一大客户..... | 25 |
| 图 61 床垫产能及利用率..... | 25 |
| 图 62 床架产能及利用率..... | 25 |
| 图 63 19-21 年公司各类别成本占主营业务成本比例..... | 26 |
| 图 64 21 年各原材料采购占比..... | 26 |
| 图 65 公司及可比公司毛利率变化..... | 26 |
| 图 66 公司分产品毛利率..... | 26 |

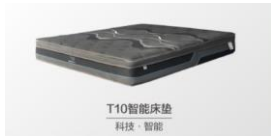
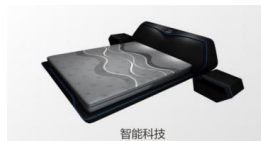
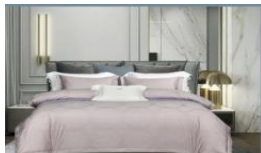

| | |
|-------------------------|----|
| 图 67 公司净利率变化..... | 27 |
| 图 68 公司期间费用率变化 | 27 |
| 图 69 公司周转率变动..... | 27 |
| 图 70 公司现金流变动（亿元） | 27 |
| 图 71 公司 ROE | 28 |
| 图 72 公司资产负债率..... | 28 |
| | |
| 表 1 公司产品矩阵 | 7 |
| 表 3 公司正在从事的部分研发项目 | 24 |
| 表 4: 分渠道收入预测..... | 28 |
| 表 5: 可比公司估值..... | 29 |
| 附: 财务预测表..... | 30 |

一、慕思股份：国内高端床垫领军品牌

1、公司：床垫赛道领跑者，专注人体健康睡眠

耕耘行业近二十载，建立领军者地位。慕思品牌创立于2004年，致力于人体健康睡眠研究，专业从事整套健康睡眠系统的研发、生产和销售，在业内创新打造了“量身定制个人专属的健康睡眠系统”。公司旗下拥有慕思、慕思国际、慕思沙发、慕思美居、V6家居、TRECA崔佻和思丽德赛七大主品牌，构建了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵，主要产品包括中高端床垫、床架、床品和其他产品。公司建立了系统而全面的销售网络，现已拥有1,900余家经销商和4,900余家专卖店，覆盖国内500余个城市和澳大利亚、美国、意大利、德国等20多个国家或地区。公司还与产业链知名品牌强强联合，成功建立“欧派”和“锦江”等直供合作模式，并通过“天猫”和“京东”等知名电商平台开展线上销售。经过多年在健康睡眠领域的精耕细作，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”品牌影响力不断提升。根据红星美凯龙、居然之家提供的销售排名数据，慕思床垫在国内市场销售排名第一。

表1 公司产品矩阵

| 种类 | 系列 | 产品示意图 |
|----|---|---|
| 床垫 | 公司核心产品。根据不同人群身体特点和睡眠习惯，满足消费者“量身定制”的产品需求。 |  |
| 床架 | 床架从整体风格、外在质感、视觉美学等多方面营造睡眠场景，并结合人体工程学原理，通过排骨架对床垫的调节，达到身体曲线与床垫完美贴合支撑，从而起到减少用户翻身次数，提高深度睡眠时间的作用，是改善睡眠质量的重要功能产品。 |  |
| 床品 | 旨在让消费者享受完整的健康睡眠系统，品味高端质感生活，配套床垫和床架产品而推出的枕芯、被芯和四件套产品 |  |
| 其他 | 涵盖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类产品 |  |

资料来源：招股说明书，招商证券

图1 公司品牌矩阵



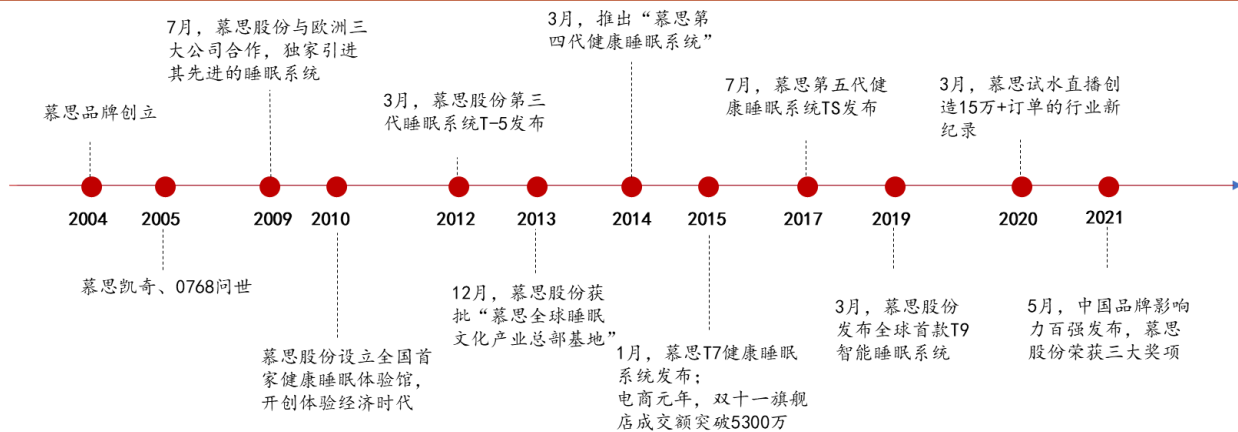
资料来源：公司官网，招商证券

图2 公司专卖店遍布全球



资料来源：公司官网，招商证券

图3 公司发展历程



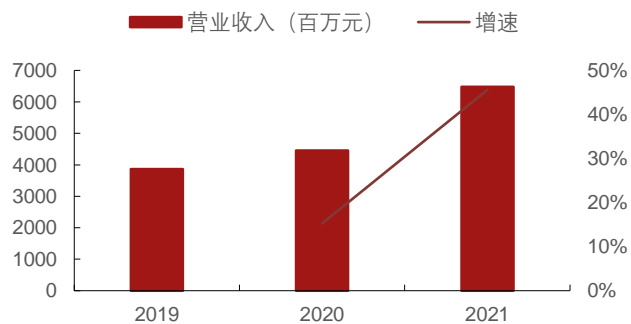
资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 招商证券

2、经营成果: 收入增长稳健, 盈利增长强劲

2019-2021年公司实现营业收入分别为38.62/44.52/64.81亿元, CAGR为29.54%; 实现净利润分别为3.33/5.36/6.86亿元, CAGR为43.53%, 在疫情波动情况下, 仍维持高速高质量发展。

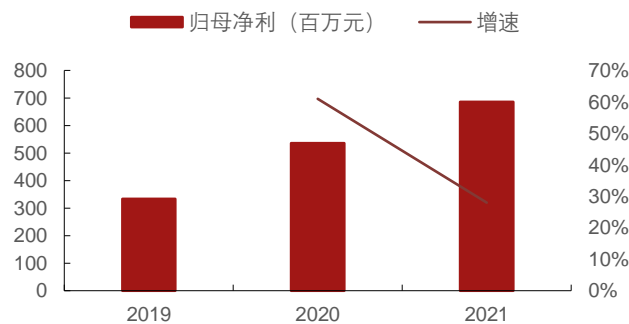
床垫和床架为主要收入来源, 收入占比80%以上。2021年公司床垫、床架和床品三个品类产品分别贡献了总营收的50.17%/27.95%/7.87%。床垫销售收入由2019年22.51亿元增长至2021年32.19亿元, CAGR为19.58%; 床架销售收入由2019年8.88亿元增长至2021年17.93亿元, CAGR为42.10%。床垫、床架销售收入的持续增长主要在于销量增加, 2019-2021年床垫销售量为93.04/113.97/157.64万张; 床架销售数量分别为22.46/36.68/60.20万套。

图4 公司营业收入及增速



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

图5 公司净利润及增速



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

图6 公司分产品业务收入占比

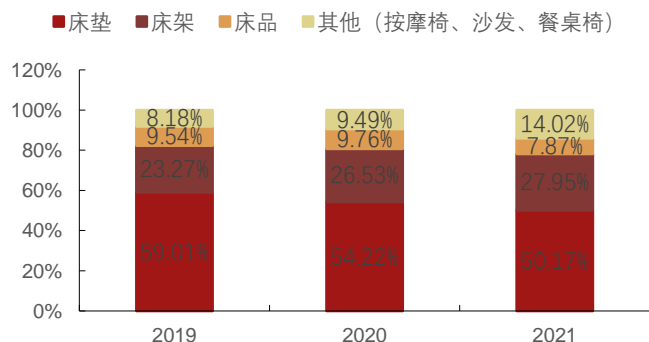
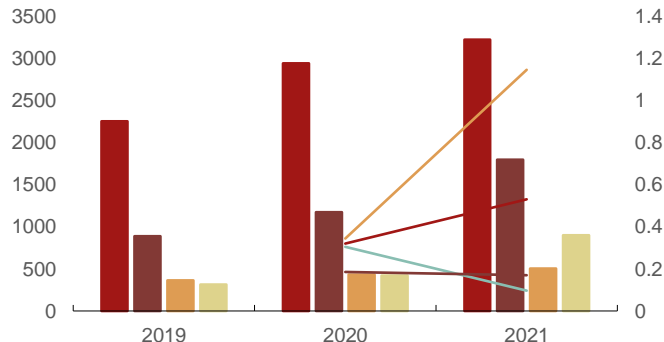


图7 公司分产品收入 (亿元) 及增速



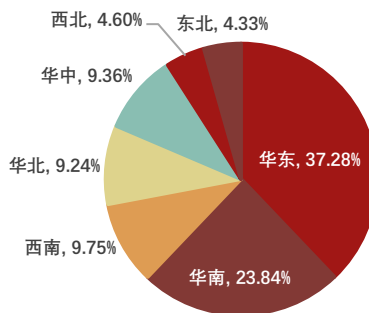
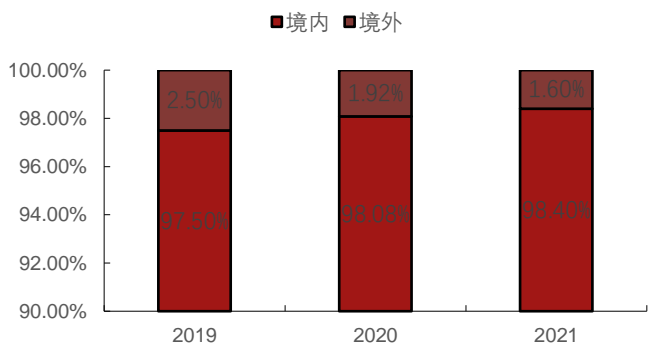
资料来源：公司招股说明书，招商证券

资料来源：公司招股说明书，招商证券

公司目前仍以境内销售为主，华东和华南地区营收占比约 61%。2021 年公司在境内、境外地区营收分别为 63.14/1.02 亿元，占比分别为 98.4%/1.6%，公司在境内各地区的销售收入构成比例比较稳定且相对平衡，销售收入占比情况基本与该地区的经济发展水平和居民消费能力相匹配。其中华东和华南地区为主要销售区域，合计销售占比维持 55% 以上。

图 8 公司分地区营收占比

图 9 2021 年境内销售规模区域结构



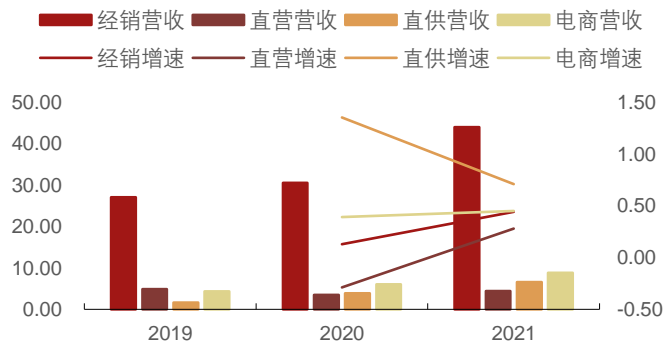
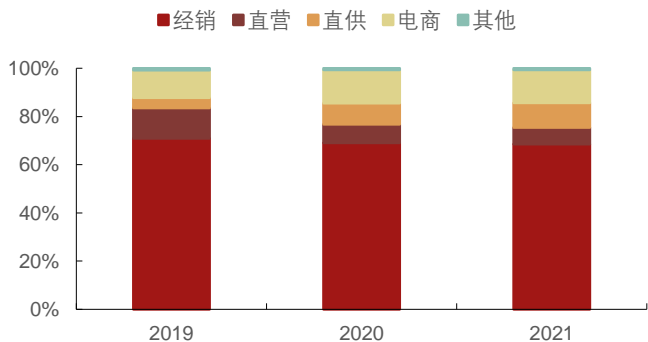
资料来源：公司招股说明书，招商证券

资料来源：公司招股说明书，招商证券

经销渠道营收占比约 70%，电商&直供渠道占比增加。2021 年公司经销、电商、直供、直营和其他渠道的收入占比分别为 68.53%/13.69%/10.29%/6.86%/0.64%。2019-2021 年经销渠道收入稳定增长，CAGR 约 27.54%，营收占比维持在 70% 左右。此外，2019-2021 年公司电商渠道和直供渠道收入增长 CAGR 分别为 41.99%/100.5%，占营收比重持续上升。公司直供的客户群主要为欧派家居、锦江酒店等定制家居客户和酒店客户，大客户放量带动直供渠道快速增长。公司各个销售渠道相互补充，协同发展，提高产品销售能力。

图 10 公司分渠道营收占比

图 11 公司分渠道收入（亿元）及增速



资料来源：公司招股说明书，招商证券

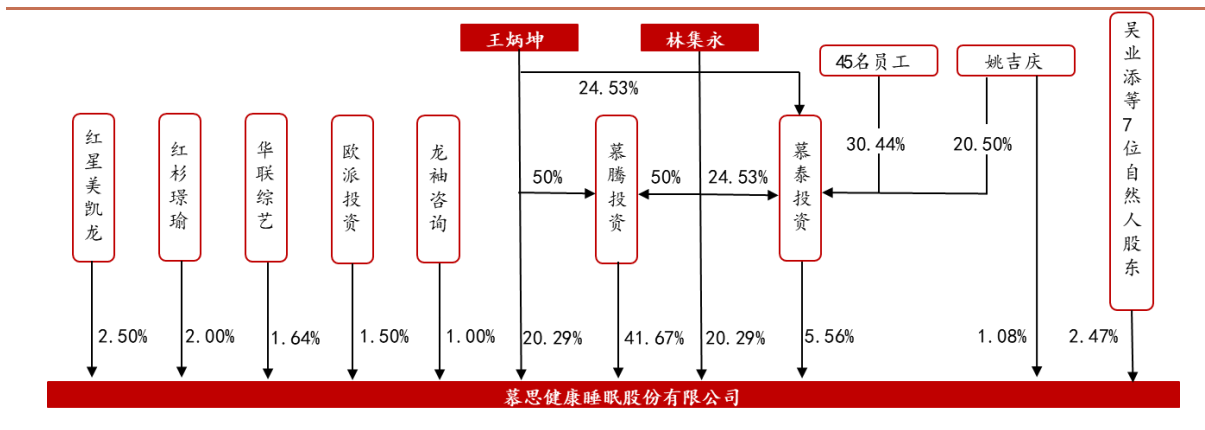
资料来源：公司招股说明书，招商证券

3、公司治理：持股结构稳定，管理层经验丰富

公司实际控制人持股比例约 88%，股权结构集中。公司实际控制人为王炳坤和林集永，二人分别直接持有公司发行前股份的 20.29% 和 20.29%，并共同通过慕腾投资和慕泰投资分别间接持有公司发行前股份的 41.67% 和 5.56%。二人合计持有公司发行前股份的 87.81%，公司股权结构集中。

重要产业链合作伙伴参与持股。本次发行前，公司重要合作伙伴红星美凯龙、欧派投资（欧派家居全资子公司）和华联综艺（执行董事汪林朋系居然之家实控人）分别直接持股 2.50%、1.50% 和 1.64%。此外，龙袖咨询（实控人为红星美凯龙副总经理车建芳）、张志安（欧派投资监事）分别直接持股 1.00% 和 0.50%。

图 12 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，招商证券

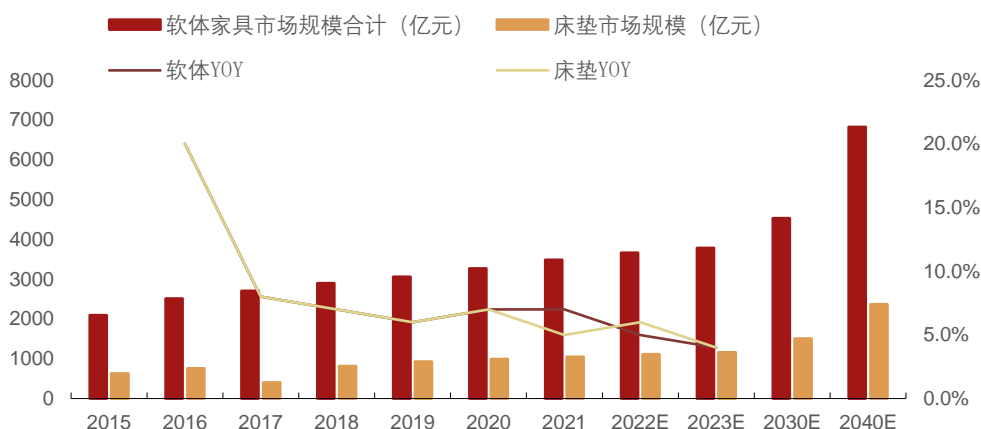
管理层经验丰富，助力公司稳健成长。以公司董事长、总经理王炳坤为核心的管理团队，在健康睡眠领域经营管理多年，对行业现状及发展趋势具有敏锐的洞察力和把握能力，能够制定出高效务实的业务发展策略，准确评估和应对风险。管理层丰富的行业经验与扎实的专业知识，助力公司产品不断创新，销售能力持续提升，推动公司长期健康、稳定成长。

二、行业：床垫行业持续高景气，睡眠领域千亿级蓝海市场待拓展

1、行业：渗透率提升，行业需求持续景气

软体行业市场规模保持较快增速，预计未来成长空间 3600 亿元。随着经济发展以及居民生活水平的提高，消费者对家具环境舒适性的要求越来越高，受国家老旧房屋翻新以及城镇化带来的新房装修需求的影响，我国家具消费市场呈现总体稳步上升趋势。软体家具作为分支，因其环保、耐用等优点，在市场中所占份额越来越大，逐渐成为一种消费潮流。中国软体家具市场增量远超行业平均水平，2021 年我国软体家具市场规模合计已达到 3488 亿，同比增长 7%，预计未来两年 CAGR 为 4.1%。分品类来看，我国沙发、床垫及软床均维持持续稳定增长。2021 年，我国床垫市场规模已达 1048 亿元，过去六年复合增长率为 8.9%，受益于渗透率提升、更换周期缩短，预计未来两年增长率将进一步拉升，CAGR 将达到 5.2%。软体行业中沙发及软床品类 2021 年市场规模分别达到 1374 亿元和 1064 亿元，同比增速略有上升分别为 7%和 9%，整体增长比较稳健，预计未来两年 CAGR 分别为 2.4%和 5.1%。

图 13 软体行业市场规模保持较快增速



资料来源：公司官网，公司招股说明书，招商证券

图 14 我国沙发行业市场规模

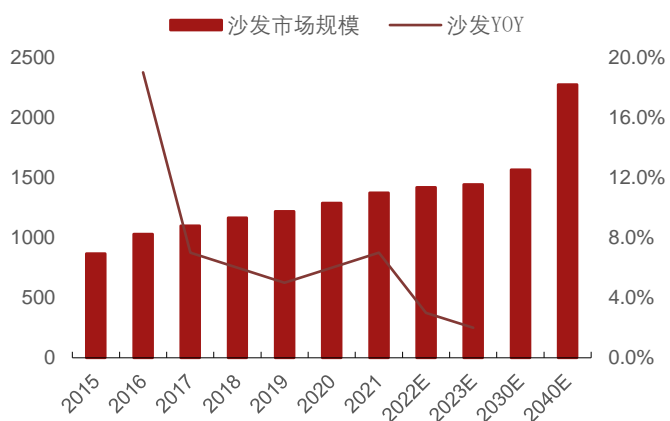
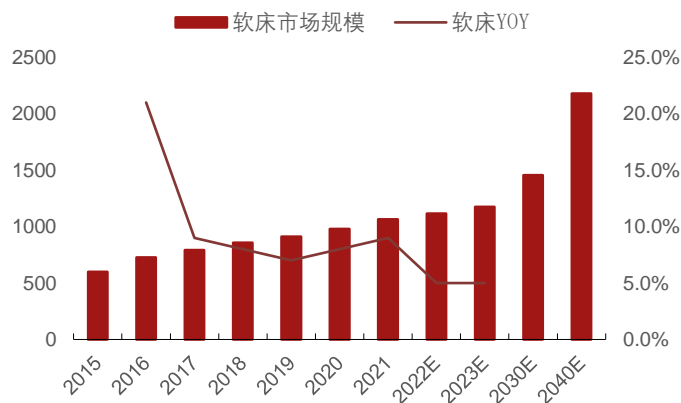


图 15 我国软床行业市场规模



资料来源：Wind，招商证券

资料来源：Wind，招商证券

2、格局：竞争格局分散，行业集中度呈上行趋势

2020 年软体行业 CR4 为 18.8%，竞争格局较为分散。我国软体家具行业受限于行业起步较晚、运输成本较高以及资金及技术门槛较低等原因，行业集中度仍较低。2020 年我国软体行业 CR4 为 18.8%，床具行业 CR4 为 11.3%，沙发行业 CR3 为 19.8%，床具龙头慕思及沙发龙头敏华控股市占率分别为 4.5%和 9.3%。而美国软体家具市场，沙发行业 CR4 约 50%，床垫行业 CR4 超过 60%，因此对标美国市场，我国未来软体行业集中度提升空间很大。

图 16 2020 年中国床具行业市场集中度

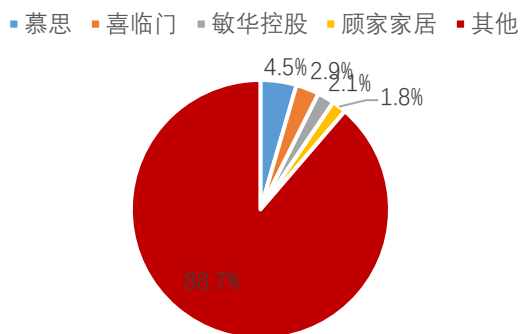
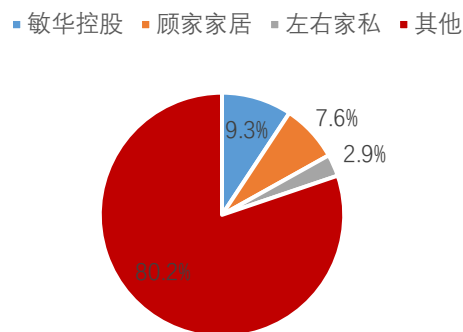


图 17 2020 年中国沙发行业市场集中度

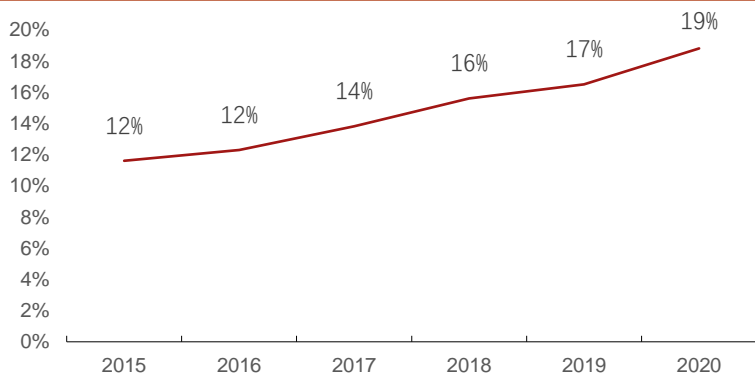


资料来源：各公司公告，招商证券

资料来源：各公司公告，招商证券

国内龙头企业市场份额增长较快，软体家具行业集中度呈上升趋势。2015-2020 年，我国软体行业 CR4 由 12% 提升至 19%，在当前消费升级的背景下，消费者对于软体家具的质量、功能、安全环保性能等方面更加注重，这也对企业的技术研发、渠道运营等方面提出了更严格的要求。龙头企业具有卓越的研发能力和设计能力，其产品可以更好的满足当下消费者的需求。此外，当前许多头部厂商开店迅速、拓展渠道，布局下沉市场，通过价格带下沉提高中低端用户覆盖人数和市场份额。疫情环境下，原材料价格上涨、海运运力紧张，中小厂商现金流端大幅承压，软体行业小品牌出清速度加快，行业龙头企业产能布局优势突出，未来随着龙头企业在技术升级和渠道建设方面进一步发展，软体行业集中度有望持续提升。

图 18 我国软体行业 CR4 市场份额变化趋势



资料来源：各公司公告，招商证券

3、需求：量价齐增推动行业扩容，渠道下沉优化产业格局

(1) 量增：床垫更换频次提升，向欧美国家看齐

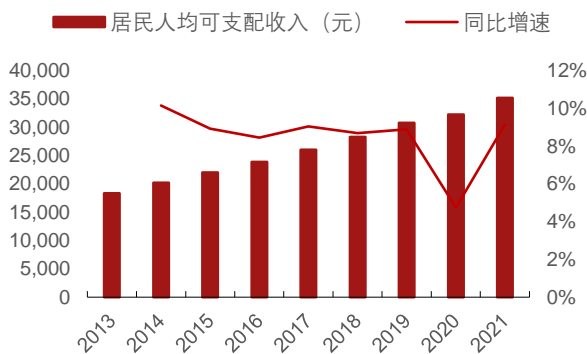
软体行业规模相较海外仍有较大提升空间。2021 年中国床垫市场规模已达到 1048 亿元，于 2017 年超过美国成为全球最大的床垫市场，并在之后几年持续拉大差距。截止 2019 年，发达国家床垫渗透率达到 85%，而中国床垫渗透率仅有 60%。随着行业消费升级，消费者对于床垫的舒适度和功能性愈加重视，床垫消费逐渐由薄床垫向厚床垫升级，床垫作为日常使用时间最长的软体家具，相较于沙发，更易出现塌陷和滋生细菌等问题，同时替换更新上也较为方便容易，因此床垫的更换频次也在逐渐提升，向欧美国家看齐。

(2) 价增：收入增长预算提高，客单均价有望抬升

收入增长消费升级助推家装消费支出预算提高。消费升级的趋势下，消费者对于软体家具的舒适性、功能性等品质更

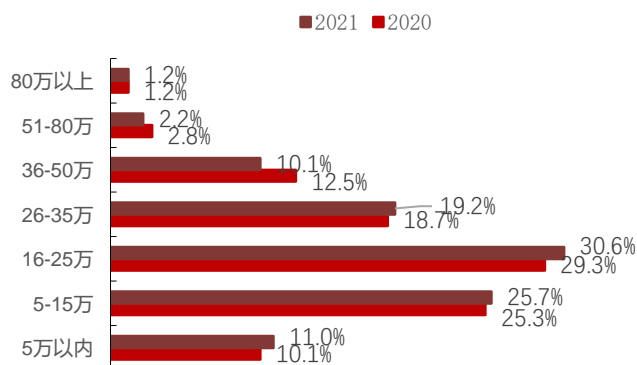
加注重。随着经济飞速发展，人均可支配收入也保持高速增长，过去 5 年符合增长率近 8%。在消费升级和可支配收入提高的推动下，2021 年我国消费者家装预算进一步提高，预算在 16-35 万区间的消费者比例由 48% 提升至 49.8%，有 63.3% 的消费者愿意在家装上支出 16 万元以上。随着人均可支配收入的提升，可以认为当下消费者愿意在购买力增强的背景下，为高品质的软体家具支付“溢价”，软体家具行业未来具有较高的变现价值。

图 19 居民人均可支配收入持续提高



资料来源: Wind, 招商证券

图 20 21 年家装预算进一步提高

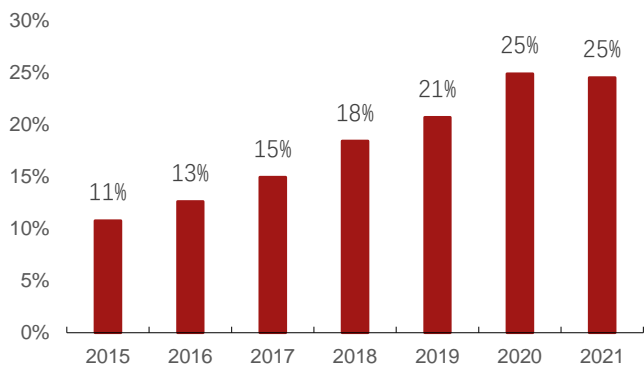


资料来源: 一兜糖家具 APP 《2021 家具生活及消费趋势报告》，招商证券

(3) 渠道: 电商渠道占比提升, 加速低线城市下沉

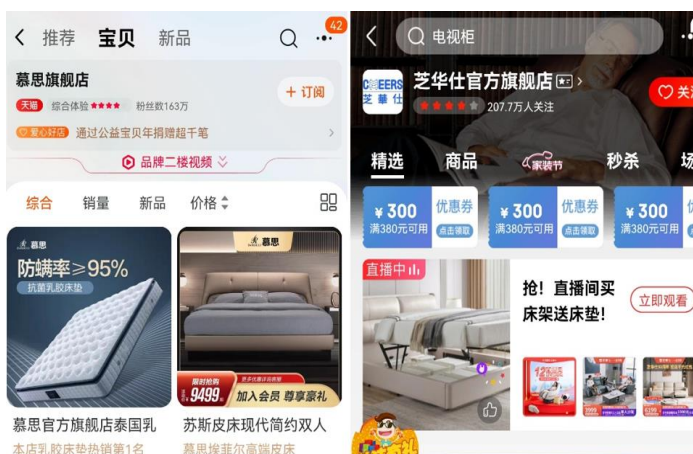
电商及直播新渠道助力软体行业破圈。根据统计局数据，我国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重已有 2015 年 10.8% 提升至 2021 年 24.5%，电商零售占比提升，软体行业收益电商渠道红利明显。在 2020 年初的疫情影响下，天猫、抖音和快手通过短视频加直播的方式，重塑了一个全新的电商平台，各大家居企业纷纷开启直播模式，软体家具消费场景丰富，线上线下融合趋势进一步加速。后疫情时代宅经济兴起，软体企业持续发力电商渠道加速低线城市下沉，同时各大购物节开展高效营销活动，软体品类呈现爆款属性，品牌知名度进一步提升。

图 21 我国电商零售占比逐年提升



资料来源：艾媒咨询，招商证券

图 22 软体龙头入驻天猫、京东等电商平台

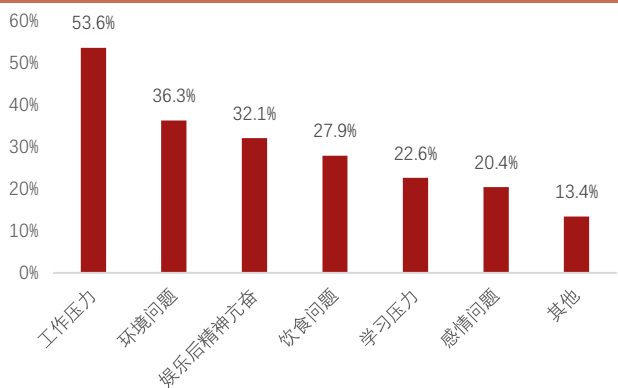


资料来源：淘宝，京东，招商证券

4、睡眠产业：千亿级蓝海市场，家居硬件需求广阔

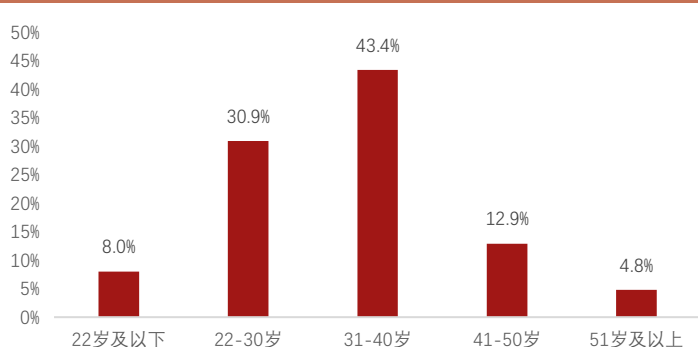
(1) 国人饱受睡眠问题影响，睡眠问题呈年轻化态势。根据世界卫生组织和中国睡眠研究会数据，全球睡眠障碍率达 27%，2021 年中国成年人失眠发生率高达 38.2%，超 3 亿中国人有睡眠障碍。入睡困难、睡眠不足、睡眠质量差均会影响人的认知表现，削弱免疫系统。伴随居民保健意识的提升，睡眠问题逐步成为社会焦点问题。艾媒咨询调研数据显示，有失眠问题的消费者中年龄为 22-40 岁的占比达 74.3%，年轻人成为睡眠问题“主力军”。在微博等社交媒体上，越来越多的年轻人自嘲“睡渣”。截至 2022 年初，微博“失眠”话题阅读量超 4.7 亿。

图 23 2021 年中国网民失眠原因调查



资料来源：艾媒咨询，招商证券

图 24 2021 年中国失眠人群年龄结构



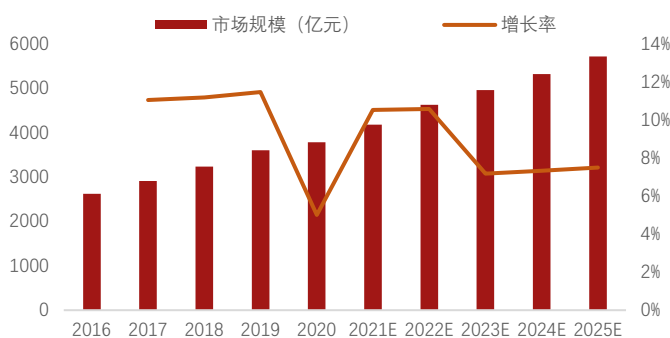
资料来源：艾媒咨询，招商证券

(2) 睡眠经济市场广阔，商业模式多元化发展。

睡眠经济市场规模超 4000 亿元，发展前景广阔。睡眠问题日益严重，使得全球、中国消费者对睡眠质量与睡眠健康的关注愈发增强，消费者也越来越愿意在睡眠产品中投入资金以改善睡眠质量，使得全球睡眠经济处于持续、快速的发展趋势。根据央视财经报道，2016-2020 年间，中国睡眠经济整体市场规模已从 2616 亿元增长至 3779 亿元，增长 44.42%，复合增长率达 7.6%。2030 年有望突破万亿。

市场参与者数量众多，商业模式日益多元化。天眼查数据显示，我国有 2400 多家企业名称或经营范围含“助眠、失眠、睡眠”，且企业状态为在业、存续、迁入、迁出的睡眠相关企业，62% 的相关企业成立于 5 年内。其中 2020 年新增 470 多家，同比上涨 23%。以慕思、喜临门、梦百合、乐心等为代表的上市或即将上市企业，在智能床垫、智能穿戴设备等器械用品领域有较大竞争优势；以穗宝、蜗牛睡眠、小睡眠为代表的未上市企业，注重睡眠研发和产品创新，市场竞争力不断提升。

图 25 中国睡眠经济市场规模



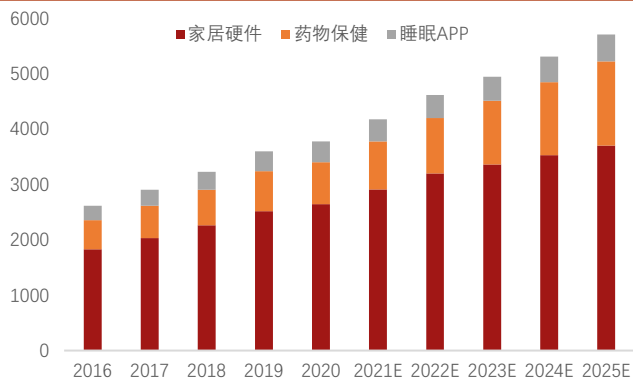
资料来源：艾媒咨询，招商证券

(3) 助眠产品以家居硬件为主，药物保健品渗透率较低。

家居硬件为睡眠经济主导产业，有望依靠新品类新技术获得新增长。睡眠经济可分为三大板块：家居硬件、助眠 APP 和药物、保健品等辅助类产品，其中家居硬件为主导产业。根据头豹研究院估算，家居硬件消费规模占比约 70%，助眠 APP 占比约 10%，辅助类产品占比约 20%。1) 家居硬件包括床具、智能穿戴及其他家居用品，消费属性强，易遭到同质化竞争。床垫是睡眠经济的主要组成部分，乳胶床垫和记忆床垫市场渗透率不断提高，同时新兴的智能电子设备等科技属性较强的产品成长前景较好，行业有望再次依靠新品类、新技术获得增长。2) 助眠类药物保健品年平均增长率高达 15%，属于蓝海市场。2020 上半年，与睡眠相关的保健品销售增长明显，2020 年前三季度褪黑素销量同比增长 57%，以褪黑素为代表的助眠产品曝光率持续提升。3) 助眠类 APP 尚未探索出合适的盈利模式，行业内玩家同质化现象严重，在头部软件渗透率提升之前，市场规模暂时难以高速发展。

图 26 中国睡眠经济分板块市场规模 (亿元)

图 27 睡眠产品多元化趋势明显



资料来源：艾媒咨询，招商证券

资料来源：艾媒咨询，招商证券

便捷式家居用品市场渗透率高。艾媒咨询调研数据显示，2021 年购买助眠工具的中国网民中，43.5%网民购买眼罩或眼贴；30.1%网民购买决明子枕头或乳胶枕头；25.8%网民选择购买隔音耳塞。这些产品科技含量较低，且品牌同质化严重，市场竞争激烈。消费者养生保健意识提高与对睡眠质量的要求提高反映到枕头市场中，则是驱动着记忆枕头市场发展成熟。记忆枕头与普通枕头相比，价格相对较高，设计更贴合人体颈椎曲线，可满足多种睡眠需求，聚焦注重养生和保健的消费群体。

图 28 2021 年中国网民助眠工具购买情况

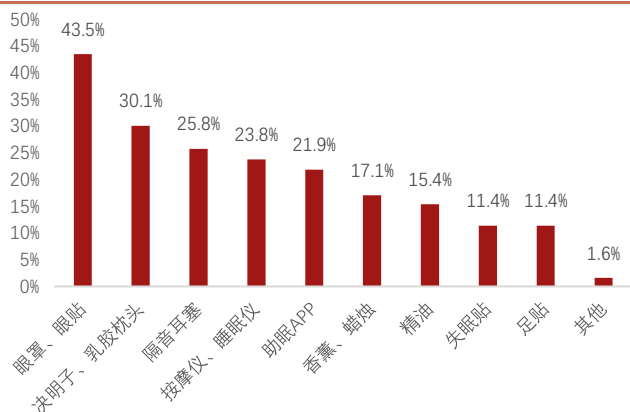
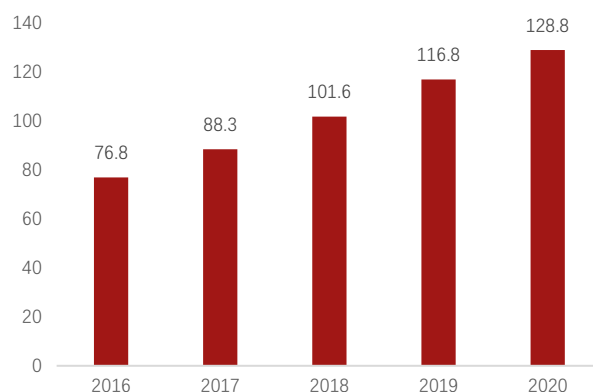


图 29 中国记忆枕市场规模 (亿元)



资料来源：艾媒咨询，招商证券

资料来源：艾媒咨询，招商证券

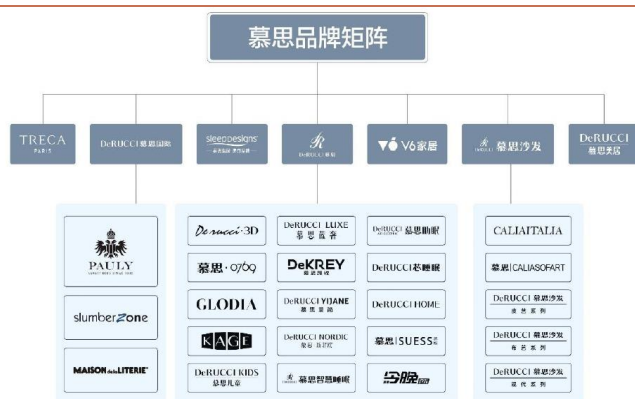
(4) 睡眠经济面临材料、技术变革，相关产品迎来新增长机遇。伴随着中国国民睡眠质量的降低，助眠产品供给品类增多和科技水平提升，睡眠经济领域发展潜力充满后劲，市场规模将继续保持增长趋势。具体而言：1) 床垫是睡眠经济的最主要构成部分，面临新的增长机遇。国内床垫市场现阶段以复合床垫为主，乳胶床垫和记忆床垫市占率分别为 10%和 12%，合计 22%，与美国 50%的市占率相比还有很大提升空间。作为配套产品，记忆枕可满足多种睡眠需求，市场空间广阔；2) 结合新消费和新科技概念、科技属性较强的智能化产品越来越受到消费者的青睐，推进睡眠产品科技应用的改革，提高产品品质和体验，挖掘消费者的持续消费潜力，是睡眠经济成熟发展的重要助力；3) 经过实验验证的助眠类药物保健品产品效果明确，平价产品更具优势。

三、驱动：品牌定位中高端，产品设计领先，渠道拓展空间尚大

1、品牌：中高端睡眠形象，强势营销下影响力不断提升

(1) 高端品牌战略是公司的核心战略，多品牌矩阵全面覆盖中高端人群。定位中高端全球健康睡眠品牌，致力于人体健康睡眠研究，在业内创新打造了“量身定制个人专属的健康睡眠系统”，涵盖智慧睡眠、意简、蓝奢、0769、3D、凯奇、歌蒂娅、凯锐、新北欧、儿童、助眠、DeRUCCI HOME、家纺、慕思苏斯、慕思今晚等产品系列。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”、“崔侏 (TRECA)”、“慕思国际”、“思丽德赛 (Sleep Designs)”、“慕思沙发”和“慕思美居”，构建了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 30 慕思品牌矩阵



资料来源：公司招股说明书，招商证券

健康睡眠领域精耕细作，品牌影响力不断提升。“慕思 De Rucci”被国家工商行政管理总局评选为中国驰名商标。同时，公司获得了“中国品牌影响力 100 强”、“中国品牌（行业）十大创新力企业”、“睡眠产业特殊贡献奖”、“2019-2020 十大优选儿童家具品牌”、“2019-2020 十大优选寝具（床垫/床）品牌”等多项殊荣。凭借“慕思”品牌在行业内强大的品牌影响力，公司产品在线下终端销售规模位列行业第一。

(2) 广告宣传投入领先，进行精准营销宣传。随着全渠道、立体式、话题性、高频的精准广告投放，慕思品牌深入人心，品牌红利逐步释放，有效带动了公司业绩快速提升。

冠名赞助和公共交通场景广告合计占比 34.55%，电商广告投入增加。公司销售费用率、广告费用率明显高于同行，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，为业务发展提供了强力支持。通过投放机场、高铁站等交通枢纽大屏广告，慕思品牌形象迅速传播。伴随线上渠道的重要性日益提升，2019 年以来公司加大了电商和互联网广告投入。

图 31 公司广告费支出及组成变动

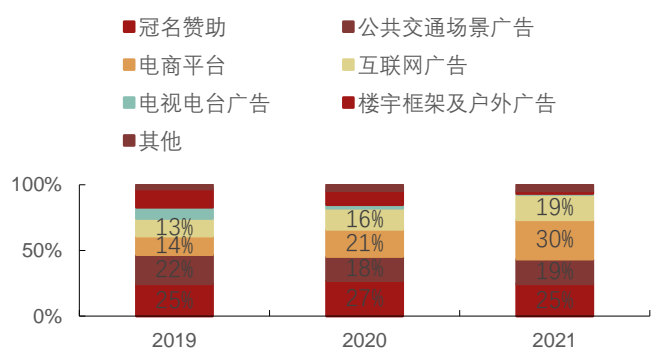


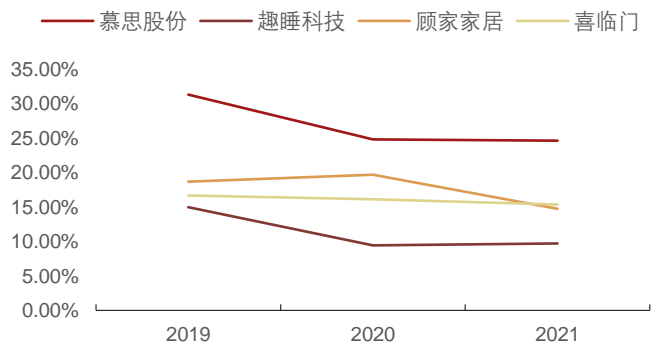
图 32 慕思寝具微信朋友圈广告投放



资料来源：公司招股说明书，招商证券

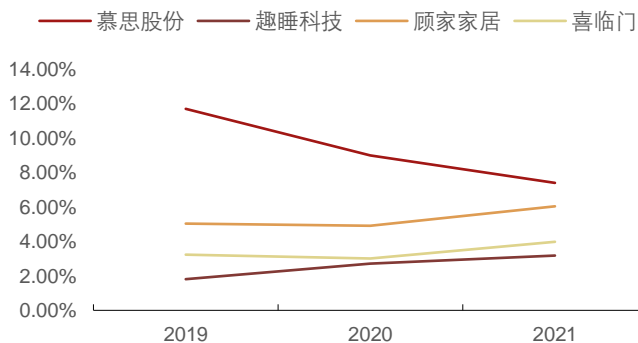
资料来源：微信，招商证券

图 33 公司及其同行销售费用率对比



资料来源：Wind，招商证券

图 34 公司及其同行广告费用率对比



资料来源：公司招股说明书，招商证券

精准定位目标客户，进行针对性营销宣传。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》），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等目标客户提升品牌形象；并加强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）。

图 35 慕思赞助中国女排



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 36 V6 明星代言人-李现



资料来源：公司招股说明书，招商证券

联合全国大型 KA 卖场以及新媒体，开展大型 IP 主题和联合营销活动。目前已成功打造五大 IP 活动（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、双 11 慕思告白日）传播健康睡眠文化。其中“3.21 世界睡眠日”、“6.18 世界除螨日”、“8.18 慕思全球睡眠文化之旅”等倡议活动已成为影响深远的行业盛事，通过一系列内容营销的策划和执行，不仅为公司和渠道商带来了业绩增长，也在全国范围内形成了良好的品牌宣传效果。

图 37 成功打造五大 IP 活动



资料来源：公司官网，招商证券

2、产品：整合创新，设计性能领先，供应链资源优秀

（1）主力价格带 7000 元-3 万元，近年推出年轻时尚子品牌 V6。城镇化进程的持续推进、居民收入的持续提高和年轻消费群体的崛起，不仅拉动床垫行业的整体发展，还会推动居民消费观念的转变，价格不再是消费者唯一考虑的因素，消费者会愈发注重产品的品牌与品质。此外，在我国居民尤其是年轻人睡眠健康问题愈发突出的背景下，消费者越来越愿意在优质品牌与品质的睡眠产品上投入资金以改善睡眠质量。千禧一代、Z 世代等年轻消费群体崛起，其更为看重产品的口碑、舒适感、风格、内涵与文化以及品牌知名度等要素，更愿意为优越的品质与品牌买单。V6 家居致力于为消费者提供时尚化、潮流化的家居产品，并通过沉浸式的家居场景体验、一站式的家居配套设计解决方案，为消费者创造高颜值、高品质、高舒适度的美好家居生活空间，作为『慕思集团时尚品牌』独立运营，也是慕思集团三大核心战略品牌之一。

图 38 床垫产品价格带及定位

| | 超奢侈 | 奢侈 | 高端 | 中高端 |
|------|--|--|--|---|
| 主要特征 | 手工精制, 工匠精神带来尊贵体验 | 革命性技术奠定不可撼动地位 | 中产消费新趋势 | 受众范围广泛 |
| 售价区间 | 10~100万元 | 3~10万元 | 1~3万元 | 1万元以下 |
| 代表品牌 | VI-SPRING 独立袋装弹簧的发明者 Hästens 起源于马具制造传统的皇家御用品 DUX 从巧克力的生产到床垫制造 | “球囊床垫”代名词 Sealy 美资床垫领军者 Dunlopillo 乳胶床垫开创者 | Serta 革命性的“连续弹簧系统” Select Comfort 空气床垫 全球健康睡眠资源整合者 | Slieman 宜家床垫主供应商, 自主品牌影响力大 格兰·舒达中国总代理 |

资料来源: 公司官网, 招商证券

图 39 V6 产品线上价格带 1000-4000 元



资料来源: 淘宝, 公司官网, 招商证券

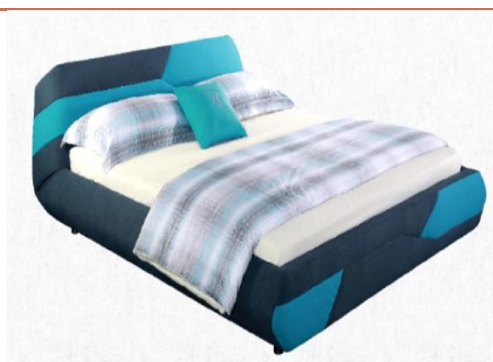
(2) 整合优秀海外设计师资源, 提升产品颜值。公司于 2007 年就开启了全球人才整合战略, 引入法国籍知名设计师 Maurice 作为首席设计师, 后又接连引入 Sezgin AKSU、James 等具有丰富经验的海外设计师, 组建了领先行业的慕思设计师团队, 以欧洲设计理念, 将人体工程学和睡眠环境学融入寝具设计。每年设计团队都会拜访世界各地的家庭, 了解人们梦想拥有什么样的居家生活, 然后将他们的需求与供应商的能力联系起来, 打造出能够让日常睡眠更美好的全新解决方案。

图 40 整合全球优秀设计师

| 设计师 | 履历 |
|-----------------------|---|
| Maurice Barilone | 法国, 曾在欧洲最大的家具品牌罗奇堡任职主设计师 |
| Sezgin AKSU | 与 Silvia SUARDI 在米兰开设工作室 AKSU/SUARDI |
| James Boganik Nielsen | 丹麦, 曾任教于巴黎达芬奇大学艺术学院, 创作了多芬椅、帕克椅、塔罗斯椅等经典家具 |
| Matt Arquette | 英国, 兰博基尼主笔设计师 |
| Jeremie Barilone | 法国, 新锐设计师, V6 首席设计师 |
| Corrado Dotti | 意大利, 曾任阿玛尼家居 (Armani Casa) 的高级设计师 |

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

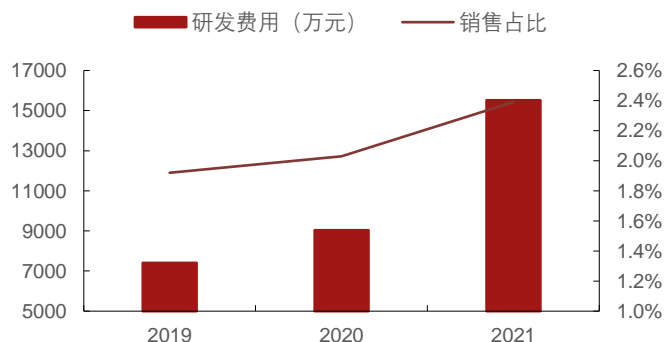
图 41 V6 床架荣获中国外观设计优秀奖



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

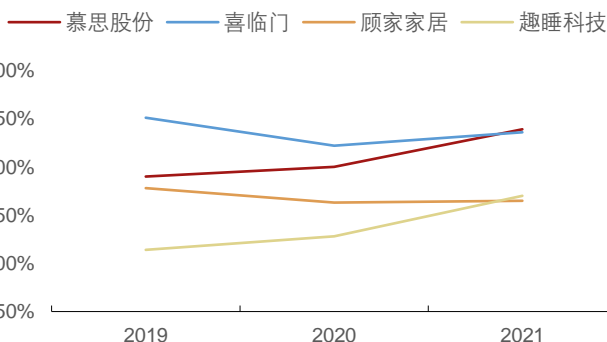
(3) 研发费用及其销售占比逐年上升, 满足个性化需求。床垫、床架、床品等作为具有体验性质的个性化消费品, 产品的款型、风格、功能等对销售至关重要, 需要及时了解消费者的需求偏好, 通过设计开发新材料、新产品, 改善现有产品的功能性, 以满足消费者个性化的需求。公司不断扩大研发团队规模, 2021 年研发费用显著增长, 重点针对用改善健康睡眠产品新材料、新技术和智能科技方面进行立项研发, 以提高产品竞争力满足市场需求。

图 42 研发费用及其销售占比逐年上升



资料来源: Wind, 招商证券

图 43 研发费用率处于行业中等水平



资料来源: Wind, 招商证券

(4) 整合全球优质软体家具零部件供应链, 深入合作提升品质。与德国 Agro (弹簧供应商)、德国 Muller (纺织品

供应商)、美国 Bedgear (床品供应商)、意大利 Technogel (凝胶供应商) 等多家国际知名寝具生产商达成长期战略合作。与优质供应商联合开发新型材料: 和德国企业 Muller 的联合开发 3D 材料, 共同开发了世界第一张无弹簧、可透气水洗的 3D 床垫; 和丰田集团爱信精机公司合作研发了太空树脂球床垫。优质的原材料和技术是打造优质产品的必要条件, 引入世界先进的寝具制造材料和技术, 实现产品的不断革新和快速迭代, 塑造产品国际化的基因。

图 44 整合供应链资源

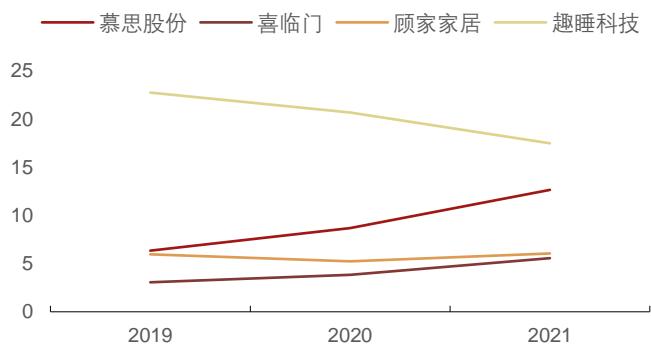


资料来源: 公司官网, 招商证券

(5) C2M 柔性化创新, 实现一体化生产流程与个性化非标定制。通过与西门子、舒乐、ABB、IBM、礼恩派集团等世界企业合作, 引入全球先进智能化设备和工业流程, 打通从下订单到产品交付的全自动化流程。床垫类产品从接收订单到生产出库大约仅需要 9-15 天。C2M 商业模式, 按需定制快速反应。慕思特有的按人体工程学七区设计的床垫, 确保睡眠过程中保护脊椎的自然弧度。通过集成 WCS 和 WMS 系统, 实现物料、产品跨车间、跨楼层自动化配送, 缩减交货周期、降低生产成本。打造出了面向软体家具行业的生产计划一体化管控、生产现场透明化管理、全生产过程质量追溯等应用场景, 优化了车间生产计划和调度, 提高了生产效率, 缩减了交货周期, 降低了生产成本, 极大增强了公司的竞争优势。

图 45 公司存货周转率较好

图 46 自动化生产车间



资料来源: Wind, 招商证券

资料来源: 公司官网, 招商证券

3、渠道: 多元化销售网络体系, 线上下协同发展, 优势突出

经销为主, 直营、直供、电商等多种渠道并存, 销售网络覆盖全国。已建成多元化、全渠道销售网络体系, 各个渠道相互补充, 协同发展, 提高了产品的销售能力, 立体式强化消费者对“慕思”品牌的感知度和认知度, 形成了独特的竞争优势。

图 47 各渠道主营业务收入

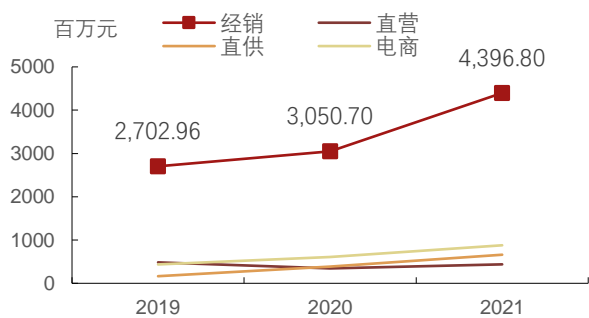
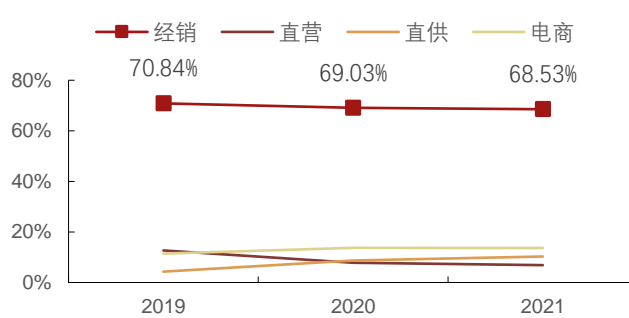


图 48 各渠道主营业务收入占比



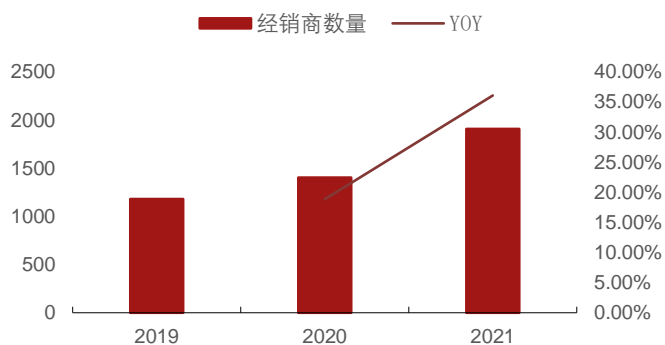
资料来源：公司招股说明书，招商证券

资料来源：公司招股说明书，招商证券

(1) 线下：销售网络完善，精细化经销商管理，终端高盈利

经销、直营渠道覆盖国内 500 余个城市，线下终端销售网络完善。公司专卖店已覆盖国内 31 个省、自治区、直辖市，共有 1,900 余家经销商和 4,900 余家专卖店，积极推动渠道下沉、开拓区、县级城市。依托公司与红星美凯龙、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；逐渐向社区店、商超、百货店等全国大型连锁商场及地方的 Shoppingmall、机场、汽车 4S 店、装饰整装公司等渠道拓展，推动门店从核心商圈到流通门店的多层次覆盖，并通过开设睡眠体验馆，在行业内率先引入“样板间”模式，设立体验式消费场景，开创家居领域体验式消费，提高了客户的消费体验。通过对全国销售网络的布局，满足所有目标客户的触达体验需求，提升客户进店量和进店订单转化率，进一步巩固公司的渠道优势。

图 49 公司经销商数量快速增长



资料来源：公司招股说明书，招商证券

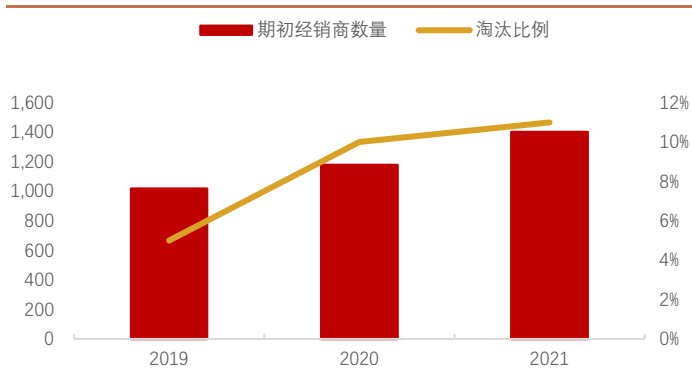
图 50 多品牌综合门店



资料来源：公司官网，招商证券

具备完整、系统、全面的经销商管理体系，涵盖全套的经销商管理制度及流程。包含招商制度、经销商的转让与淘汰、经销商星级认证、经销补贴、业绩考核激励、经销商经营公约政策等，打造了经销商赋能辅导体系、标准的门店运营管理体系、金管家服务运营体系，终端培训体系。经过长期的发展，公司已逐步形成一批合作稳定、市场开拓能力良好的经销商。**考核制度：**经销商 4S 认证考核以及配套服务考核等成绩严格与其提货折扣相挂钩，严格实行末位淘汰制，对不同品牌、产品定价和最低折扣规定明确。**帮扶制度：**在门店装修、广告投放、主动营销、促销活动等方面为经销商提供扶持，激励经销商积极开展营销活动。

图 51 经销商末位淘汰比率有所提升



资料来源：公司招股说明书，招商证券

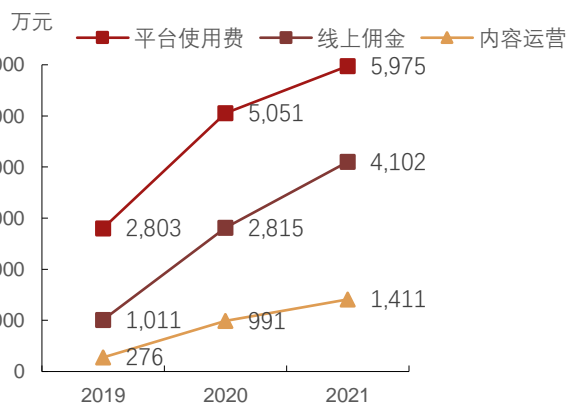
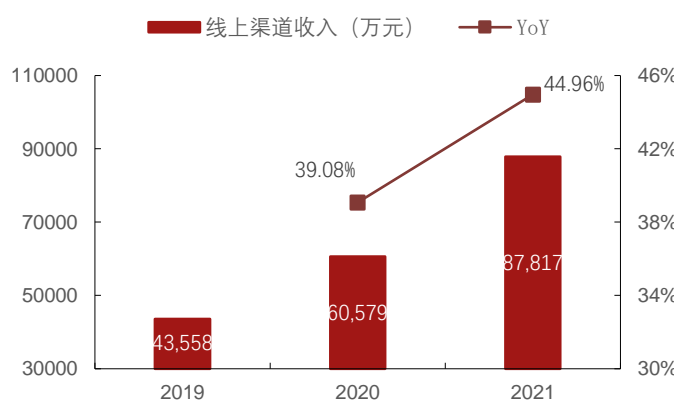
（2）线上渠道：加大建设力度，收入增长动力十足，放大竞争优势

线上渠道包括公司官方旗舰店与平台自营店，以公司官方旗舰店为主。公司官方旗舰店模式是在电商购物平台设立官方旗舰店向消费者直接销售商品，自负盈亏，同时按照一定比例支付平台服务费，主要包括天猫旗舰店、京东旗舰店、苏宁旗舰店等。平台自营店模式是经公司许可，京东商城、苏宁易购等电商购物平台自行开立自营店铺，公司将产品交付给电商平台进行代销，并定期与线上代销商进行对账确认收入。2021 年官方旗舰店模式实现的主营业务收入占电商渠道的比例在 95% 左右。

加大投入建设线上渠道，2019-2021 年收入复合增长率达 41.99%。公司自 2015 年开拓线上渠道，不断加大电商资源投入，叠加网民和电商业务的发展，近几年线上渠道销售收入高速增长。线上电商平台推广费包括支付给电商平台的佣金、平台管理费、活动参团费和购物积分返点等，2020 年度新冠肺炎疫情影响，直播、电商平台等线上渠道流量明显增长，公司相应调整营销推广策略，加大电商平台活动力度、追加互联网内容运营投入、引入直播推广等，线上推广支出增长较快。通过多元化、全渠道销售网络布局，公司为消费者提供了多元化的消费体验，实现了线上和线下业务的快速发展，进一步放大了公司的竞争优势。

图 52 线上渠道销售收入快速增长

图 53 线上推广支出增长较快



资料来源：公司招股说明书，招商证券

资料来源：公司招股说明书，招商证券

4、未来增长点：渠道及品类扩张，直供大客户放量，产能提高

（1）渠道：线上线下渠道同步拓展，仍有较大增长空间。线下门店空白市场空间大，2021 年底门店总数约 4900 家，相比同行仍有提升空间。公司未来将聚焦“高质量大规模开店”，稳步推进千店新开计划，进一步加快在国内市场销售网络的布局完善：对已有网点布局城市实施店面加密，对标竞争对手积极开发空白城市，强化淘汰转接持续提升经销

商整体能力素质，联合全国及地方卖场帮助经销商落实店面位置及签约，持续开设并打造 1,000 平方米以上的旗舰店。同时，为了提高新店存活质量，公司将在终端展示、培训、活动、政策等方面都予以新店大力支持，以保障新店的运营快速步入正轨。虽然线上渠道收入规模增速很快，但电商占比仍低于同行水平，公司通过与天猫、京东等传统电商平台和抖音等新兴社交电商平台达成战略合作，进一步发力线上销售业务。

图 54 门店数量处于同行中等水平

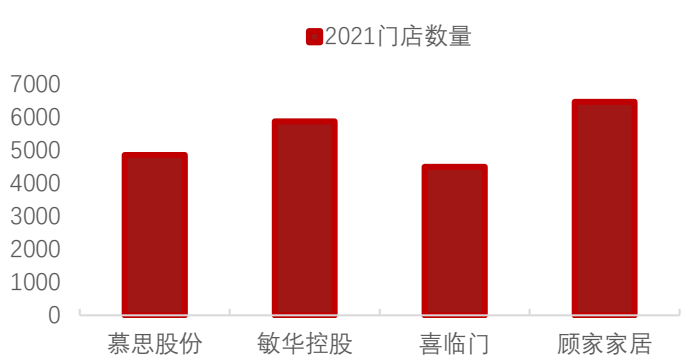
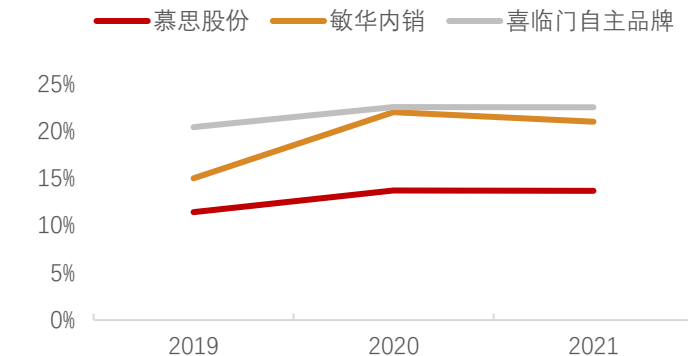


图 55 电商占比仍低于同行水平



资料来源：各公司年报，招商证券

资料来源：各公司年报，招商证券

(2) 品类：沙发、按摩椅、餐桌椅等品类延伸，形成新的增长点。2019-2021 年，床品营收占比略有下降、其他品类包括按摩椅、沙发、餐桌椅，占比提升较大，且主要系沙发收入增加较多所致。预计未来将进一步提升客厅家具战略地位，形成新的增长点。发展客卧配套类产品主要是为了抢占流量入口，以抵御上游沙发企业延伸寝具业务对公司造成的冲击。未来，公司将通过与国内外优质设计师的合作来持续强化沙发的外观设计及功能坐感。

图 56 其他品类包括按摩椅、沙发、餐桌椅



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 57 床品近年收入占比略下降

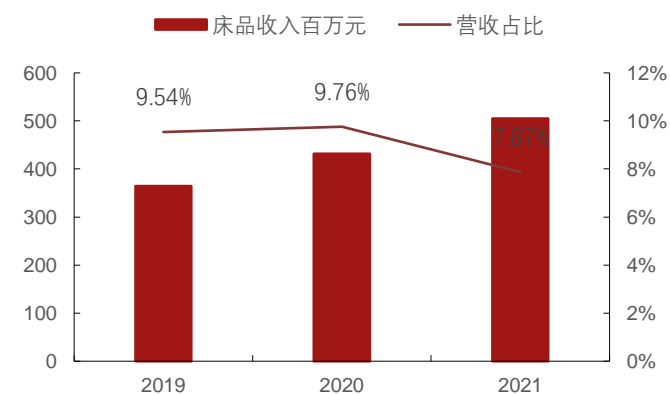
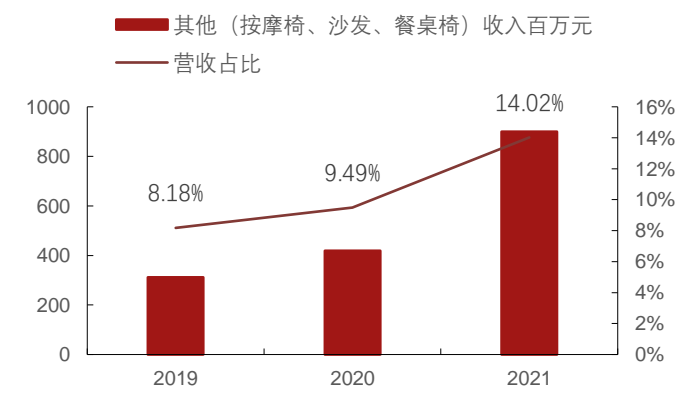


图 58 其他品类近年收入占比提升较大



资料来源：公司招股说明书，招商证券

资料来源：公司招股说明书，招商证券

(3) 睡眠领域：持续扩充智慧健康睡眠产品，新材料新技术打造助眠精品。

电子智慧睡眠产品矩阵不断丰富。（1）床垫类和床架类产品上，公司持续扩充智慧健康睡眠类产品系列，并不断的进行产品智能化升级和多产品的智能化互联，并最终实现多产品的主动智慧，即建立在用户数据分析、行为习惯理解、自主深度学习等基础上，为用户提供准时化、个性化、智慧化的服务。（2）包括按摩椅在内的助眠类产品属于“健康睡眠”中重要的电子智慧类产品，公司持续扩大该类产品品类，提升该类产品的功能和品质。

公司不断加大新材料、新技术研究创新。（1）新材料方面：公司引入 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进行应用转化，现已推出多款引领市场的新产品，给消费者带来全新的用户体验。

（2）新技术方面，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中，实现软件、硬件不断升级。公司最新研制的 T10 智能健康睡眠系统，可通过床垫内置传感器，实现心率、呼吸、体动、打鼾、深浅睡眠等监测，并智能匹配人体各部位所需的软硬度，自适应人体脊椎生理曲度，给消费者带来最佳的睡眠体验。随着公司在此领域技术的进一步突破，将进一步拉大与其他品牌的差距。

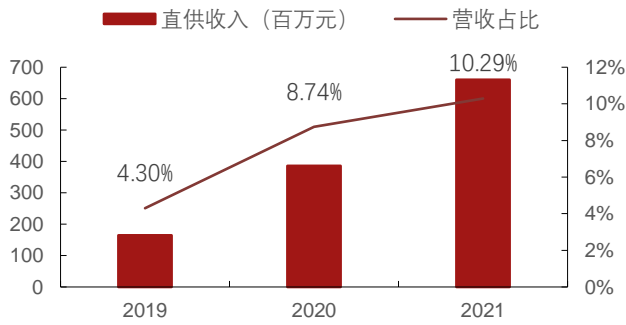
表 3 公司正在从事的部分研发项目

| 项目名称 | 研发内容 | 拟达到的目标 |
|----------------------------|---|---|
| 睡眠医学数据优化技术的开发 | 通过采集人体的体动、心率和呼吸数据从而对人体在睡眠过程中的健康特征分析，进而判断人在睡眠状态下的健康指标。 | 采集多个预设时间段的睡眠数据信息，对应每个预设时间段的睡眠信息确定各时间段的分期信息，通过采集多种身体体征数据，提高睡眠数据处理中的数据精度和可靠性，进而分析出睡眠过程中的健康因素，生成健康分析报告 |
| 基于现有工业传感器跨界应用到睡眠分析传感器的技术研究 | 把现有工业或其它领域中成熟应用的传感器进行二次封装和组合，利用原传感器的第二或第三特征做成一种全新的传感器应用技术，让它能与寝具和其它睡眠产品完美匹配 | 通过对“智慧慕思”云平台数据库中的睡眠数据进行整理、过滤、分析和挖掘，经过算法模块的运算结果获取有价值的信息为新产品的研发和技术创新服务 |
| 基于人体工学数据和睡眠数据的应用算法 | 基于现有“智慧慕思”云平台拥有的数十万人体工学数据和睡眠数据进行分析和应用 | 通过对睡眠过程中对清醒、浅睡、深睡等不同的睡眠阶段进行分析，以符合人体睡眠场景的方式实时地调节卧室内的声、光、电、力、磁、热等各维度影响人体睡眠的物理因素，从而实时为用户睡眠过程服务 |
| 基于以睡眠为中心的智能家居系统 | 基于用户睡眠场景打造不同睡眠分期状态下对卧室智能设备的无感控制 | 睡眠监测方案性价比较高；双人床垫上左右两边体征信号无干扰并可判断人体躺在床垫上的位置。 |
| 高性价比双人睡眠监测技术 | 通过高性价比传感器和算法实现双人体征信号互不干扰以及判断人体位置的技术研发 | 鼾声识别率达95%以上，鼾声误检率小1% |
| 鼾声识别技术 | 通过体征监测传感器和音频传感器精确识别人体鼾声 | 通过分析用户睡眠过程中的静息心率、呼吸、睡眠节律、睡眠习惯、寝具匹配度和其它的健康数据来分析用户的睡眠健康情况，并为用户提供远程睡眠健康的咨询和健康睡眠辅导服务 |
| 睡眠健康管理和服务 | 通过分析用户睡眠报告针对性地进行睡眠健康的咨询服务 | |

资料来源：公司招股说明书，招商证券

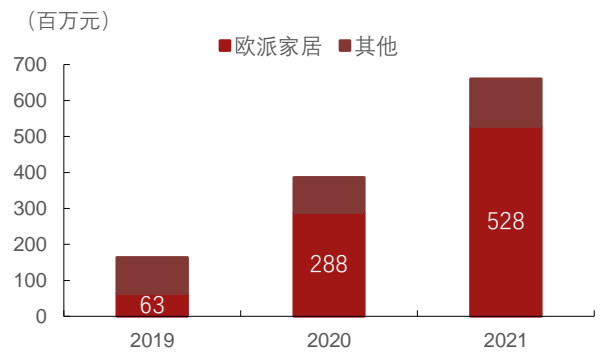
（4）直供：与头部品牌达成战略合作，大客户放量带动直供渠道高增。随着住宅精装修渗透率提升、酒店业品牌化与连锁化及家具行业的多品类趋势，公司通过与酒店、房地产等客户建立长期合作关系，向其直接提供软体家具产品，拓宽非终端消费者的客户资源；此外，公司与家具其他细分领域如定制家具等企业进行合作，实现强强联合，全方位满足消费者多品类和家居一体化的购买需求。在保持与锦江系等酒店类客户长期稳定合作外，持续积极发展新客户，于 2019 年与欧派家居达成战略合作，此后欧派家居成为公司直供业务第一大客户，2021 年占比增至 80%。欧派定制衣柜和收入持续增长带动公司收入增加，公司能够充分享受欧派家居成熟的销售渠道优势，拓宽销售范围，吸引更多的消费者购买公司的产品，提升销量。

图 59 直供收入及其营收占比增加



资料来源：公司招股说明书，招商证券

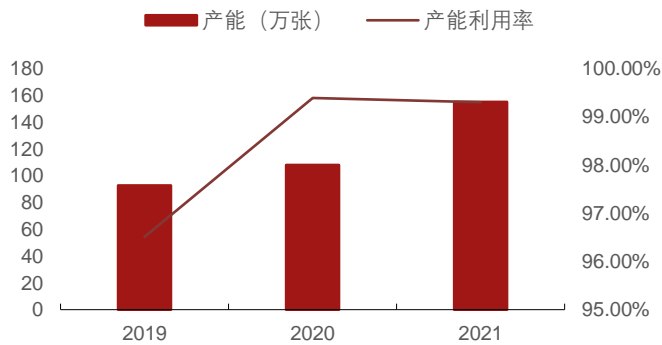
图 60 欧派家居为直供模式第一大客户



资料来源：公司招股说明书，招商证券

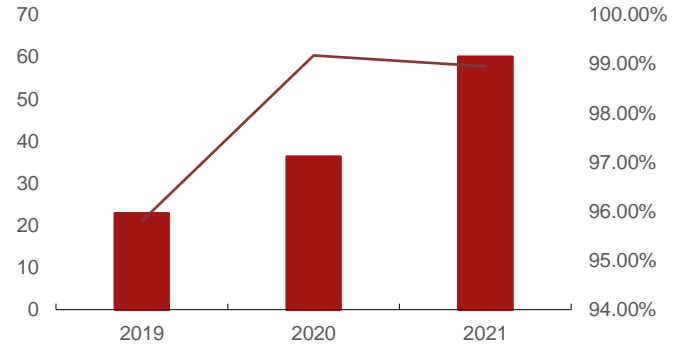
(5) 产能：新建华南、华东生产基地，为收入增长奠定产能基础。为应对快速增长的市场需求所带来的产能不足，公司在华南东莞和华东嘉兴按照德国工业 4.0 的标准打造新的具备柔性化、个性化的现代大规模定制化软体家具生产基地，最大限度地对生产线进行自动化和智能化改造，实现产品智能自动生产、物流智能自动传输和仓库智能自动仓储，实现传统制造向智慧生产转型的数字化工厂，以提高公司产能与生产效率。

图 61 床垫产能及利用率



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 62 床架产能及利用率



资料来源：公司招股说明书，招商证券

四、财务分析：盈利能力及营运效率行业领先

1、盈利能力强

中高端定位维持高水平毛利。由于公司存在品牌优势和销售渠道优势，毛利率基本稳定在 50% 左右，且显著高于同行业可比公司。分产品来看，核心产品床垫、床架和床品毛利率分别稳定在约 60%/40%/40% 的高水平。

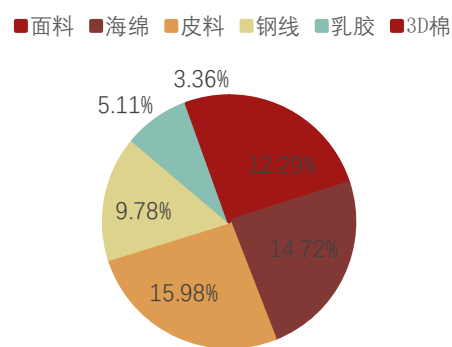
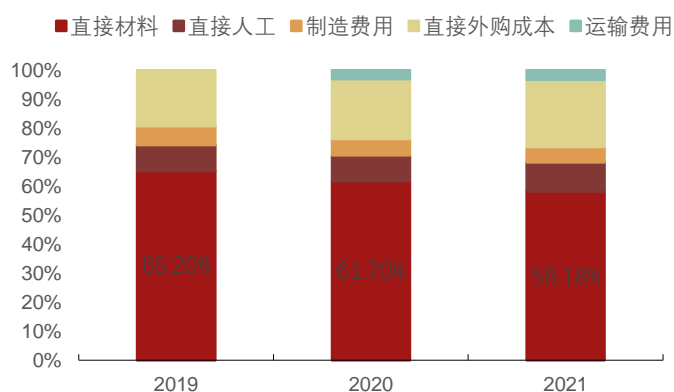
维持高水平毛利可归因于以下两点：

(1) 规模化采购为公司带来成本化优势。19-21 年，公司直接材料占主营业务成本的比例分别为 65.20%、61.70% 和 58.18%，占比较高，因此原材料采购成本是控制成本的关键。公司在信息化、自动化方面持续投入，通过技术革新手段以及提前定量锁价储备实现了规模化采购，提高了公司议价能力，将供应商信息、价格等信息实现透明化，大大降低了采购费用，从而降低生产端成本。

(2) 产品品质领先并不断迭代，从而带来产品高溢价。公司通过推行 IPD 集成产品开发模式，缩短了产品的开发周期，加快产品迭代速度。此外，公司还在产品设计中充分融入人体工程学以及智能化技术，综合软件、硬件的不断升级，从最开始的 2-5 年迭代一次到近三年每年迭代一次，持续的产品创新保证了自身迭代速度，与同行业其他品牌拉开差距，加强了品牌定价能力。

图 63 19-21 年公司各类别成本占主营业务成本比例

图 64 21 年各原材料采购占比

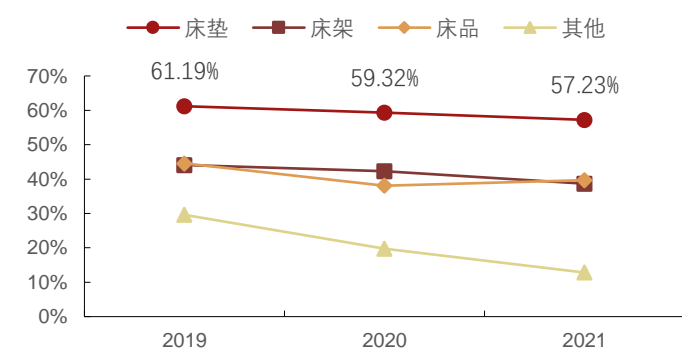
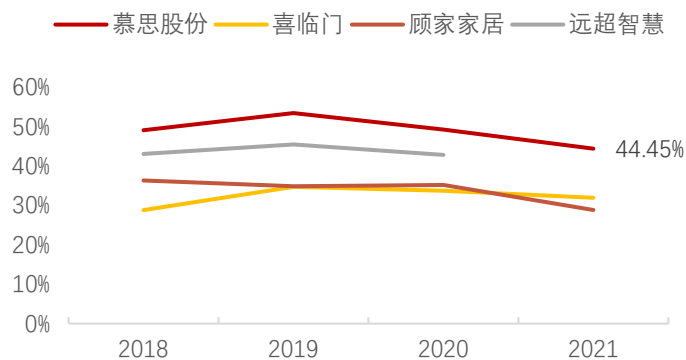


资料来源：公司招股说明书，招商证券

资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 65 公司及可比公司毛利率变化

图 66 公司分产品毛利率

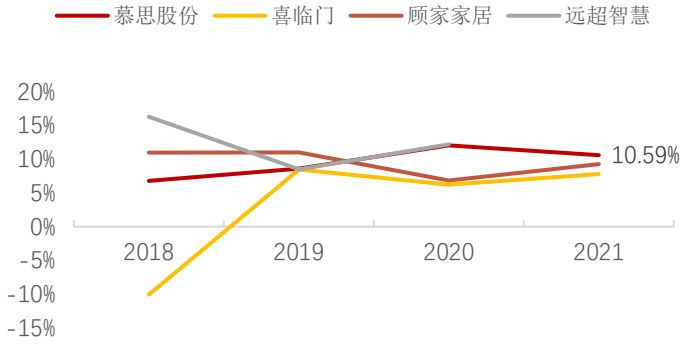


资料来源：iFinD，招商证券

资料来源：公司招股说明书，招商证券

期间费用持续优化，净利率稳健增长。期间费用方面，销售费用是公司期间费用的主要构成和变动因素。公司销售费用率高于同行业可比公司约 8%-14% 左右，主要原因系公司以自主品牌运营为主，产品直接面对终端消费者，更注重对品牌运营和渠道营销推广的投入。2020 年由于疫情影响，公司销售费用率有所下降。此外，2018-2021H1 公司管理费用率、研发费用率和财务费用率保持相对稳定。2018-2021 年公司净利率从 7% 升至 10.59%，高于同行业可比公司平均水平。高销售费用导致净利率领先优势不十分明显。

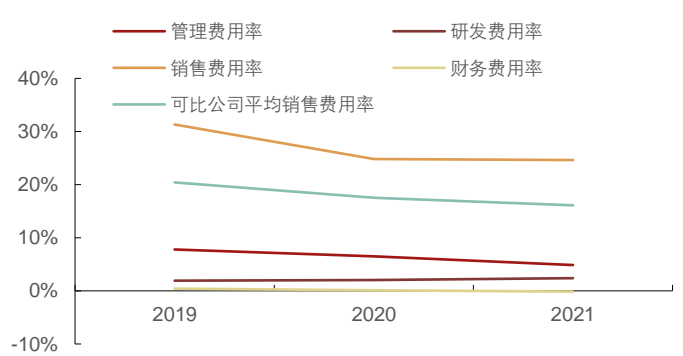
图 67 公司净利率变化



资料来源: iFinD, 招商证券

注: 可比公司为梦百合、喜临门、顾家家居、趣睡科技和远超智慧, 后同

图 68 公司期间费用率变化

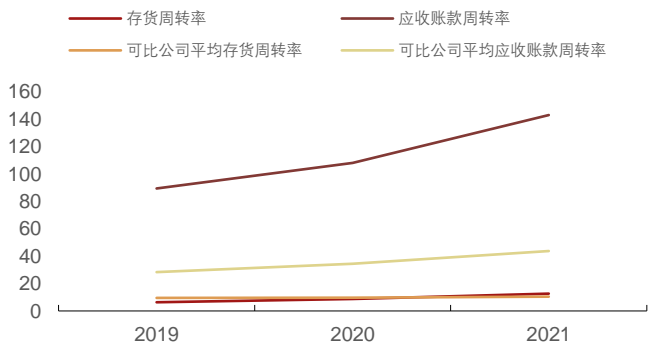


资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

2、营运效率良好，现金流稳健

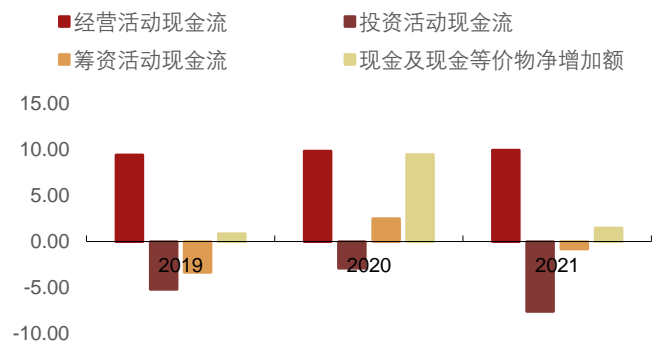
2019-2021 年, 公司应收账款周转率为 89.34/107.96/142.90, 处于行业较高水平; 存货周转率为 6.34/8.67/12.64, 存货周转速度较快, 显示了公司良好的存货管理能力和较好的产品销售状态。现金流方面, 2019-2021 年, 随着公司经营业绩持续向好, 经营活动产生的现金流量净额也逐年增长, 各年度公司经营活动产生的现金流量净额为 9.43/9.86/9.95 亿元, 盈利的增长具有良好的现金流基础。2019-2021, 公司投资活动产生的现金流量净额均为负数, 主要系公司扩大产能导致现金流出所致。

图 69 公司周转率变动



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

图 70 公司现金流变动 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

3、ROE 维持高水平，资产负债率逐步降低

2019-2021 年各期末, 公司加权 ROE 分别为 40.77%/46.13%/30.88%, 保持在较高水平, 且明显高于同行业可比公司均值。此外, 2019-2021 年各期末, 公司的资产负债率 (合并) 分别为 55.17%/45.88%/42.95%, 整体处于较低水平, 并随着经营积累和股东资本金的持续投入进一步降低。

图 71 公司 ROE

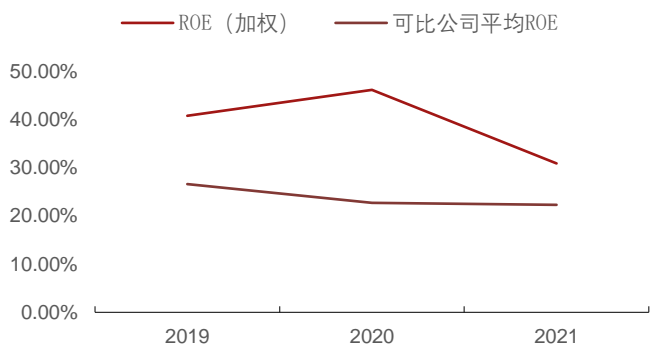
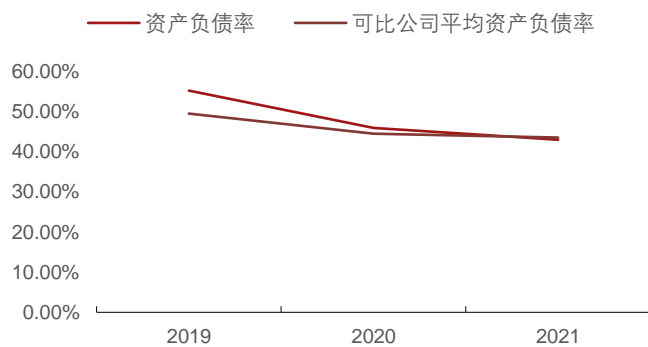


图 72 公司资产负债率



资料来源: iFinD, 招商证券

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

五、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

预计公司将加速线下门店扩张, 同时品类延伸, 预计渠道数量及单店收入稳定提升, 同时电商、直供渠道持续放量, 占比持续提升: (1) 经销: 预计公司未来几年收入保持稳定快速增长, 预计 2022-2024 年实现收入 50.1、59.7、70.5 亿元, 同比增长 14%、19%、18%; (2) 直营: 收入保持增长, 预计 2022-2024 年实现收入 4.7、5.2、5.7 亿元, 同比增长 6%、11%、9%; (3) 电商: 公司线上业务将与线下业务同步保持增长, 预计 2022-2024 年实现收入 10.4、13.0、16.0 亿元, 同比增长 18%、25%、23%; (4) 直供: 大客户放量保持收入稳定增长, 预计 2022-2024 年实现收入 7.9、9.9、11.9 亿元, 同比增长 19%、26%、20%。

表 4: 分渠道收入预测

| 百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 4,452 | 6,481 | 7,346 | 8,830 | 10,460 |
| YOY | 15.3% | 45.6% | 13.35% | 20.20% | 18.46% |
| 毛利率 | 49.3% | 45.0% | 44.4% | 44.0% | 43.7% |
| 经销 | | | | | |
| 收入 | 3,051 | 4,397 | 5,010 | 5,970 | 7,045 |
| YOY | 12.9% | 44.1% | 13.9% | 19.2% | 18.0% |
| 收入占比 | 68.5% | 67.8% | 68.2% | 67.6% | 67.4% |
| 直营 | | | | | |
| 收入 | 344 | 440 | 466 | 518 | 566 |
| YOY | -28.8% | 27.9% | 5.9% | 11.0% | 9.3% |
| 收入占比 | 7.7% | 6.8% | 6.3% | 5.9% | 5.4% |
| 电商 | | | | | |
| 收入 | 606 | 878 | 1038 | 1298 | 1597 |
| YOY | 39.1% | 45.0% | 18% | 25% | 23% |
| 收入占比 | 13.6% | 13.5% | 14.1% | 14.7% | 15.3% |
| 直供 | | | | | |
| 收入 | 386 | 660 | 785 | 990 | 1188 |
| YOY | 135.2% | 70.9% | 19% | 26% | 20% |
| 收入占比 | 8.7% | 10.2% | 10.7% | 11.2% | 11.4% |
| 其他 | | | | | |
| 收入 | 33 | 41 | 46 | 55 | 64 |
| YOY | 12.5% | 25.0% | 13% | 19% | 17% |
| 收入占比 | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |

资料来源: Wind, 招商证券

2、投资建议

公司作为高端睡眠品牌，成长路径清晰，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。1) 预计公司将加速线下门店扩张，同时品类延伸，预计渠道数量及单店收入稳定提升。2) 电商、直供渠道持续放量，占比持续提升。我们预计公司 2022 年-2024 年营业收入分别为 73.46 亿元、88.30 亿元、104.60 亿元，分别同比增长 13%、20%、18%，预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 7.80 亿元、9.53 亿元、11.35 亿元，分别同比增长 14%、22%、19%，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级

表 5: 可比公司估值

| 股票代码 | 股票简称 | 总市值 | PE(2022E) | PE(2023E) | PE(2024E) |
|-----------|------|-----|-----------|-----------|-----------|
| 603816.SH | 顾家家居 | 358 | 19 | 14 | 12 |
| 603008.SH | 喜临门 | 107 | 17 | 11 | 9 |
| 603313.SH | 梦百合 | 58 | 17 | 10 | 7 |
| | 均值 | 174 | 18 | 12 | 9 |

资料来源: Wind 一致预期, 招商证券

六、风险提示

新冠疫情反复风险: 家居板块作为可选消费，家居卖场及线下客流受疫情影响较大，若新冠疫情反复，部分城市线下客流减少，对家居终端销售影响较大。

地产销售大幅下滑: 家居板块消费受地产销售影响，若后续由于地产政策改善不及预期或者购买力出现明显下降等原因，导致地产销售出现大幅下滑，则将对家居板块估值形成压制，对未来家居企业的收入及利润也将产生较大影响，提示地产销售大幅下滑的风险。

原材料成本大幅提升: 原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大，2021 年在原材料上涨背景下，家居公司毛利率普遍有所承压。若未来出现原材料价格持续大幅上涨的情况，则家居企业的未来盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1747 | 2014 | 2359 | 2844 | 3542 |
| 现金 | 1274 | 1423 | 1715 | 2071 | 2628 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 32 | 59 | 50 | 60 | 71 |
| 其它应收款 | 61 | 80 | 91 | 109 | 129 |
| 存货 | 265 | 299 | 330 | 396 | 468 |
| 其他 | 114 | 153 | 174 | 208 | 246 |
| 非流动资产 | 1727 | 2484 | 2983 | 3408 | 3771 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 941 | 1531 | 2072 | 2534 | 2929 |
| 无形资产商誉 | 307 | 300 | 270 | 243 | 219 |
| 其他 | 478 | 652 | 640 | 631 | 623 |
| 资产总计 | 3473 | 4498 | 5342 | 6252 | 7313 |
| 流动负债 | 1527 | 1722 | 1746 | 1937 | 2148 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 640 | 569 | 646 | 773 | 914 |
| 预收账款 | 289 | 252 | 286 | 343 | 405 |
| 其他 | 598 | 901 | 814 | 821 | 829 |
| 长期负债 | 66 | 210 | 210 | 210 | 210 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 66 | 210 | 210 | 210 | 210 |
| 负债合计 | 1593 | 1932 | 1956 | 2147 | 2358 |
| 股本 | 360 | 360 | 400 | 400 | 400 |
| 资本公积金 | 1404 | 1404 | 1404 | 1404 | 1404 |
| 留存收益 | 116 | 802 | 1582 | 2301 | 3150 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 1880 | 2566 | 3386 | 4105 | 4954 |
| 负债及权益合计 | 3473 | 4498 | 5342 | 6252 | 7313 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 986 | 995 | 1089 | 1332 | 1580 |
| 净利润 | 536 | 686 | 780 | 953 | 1135 |
| 折旧摊销 | 100 | 233 | 268 | 342 | 405 |
| 财务费用 | 2 | 11 | (10) | (15) | (19) |
| 投资收益 | (5) | (4) | (16) | (16) | (16) |
| 营运资金变动 | 366 | 90 | 64 | 58 | 64 |
| 其它 | (13) | (22) | 4 | 10 | 10 |
| 投资活动现金流 | (290) | (763) | (756) | (756) | (756) |
| 资本支出 | (456) | (768) | (772) | (772) | (772) |
| 其他投资 | 166 | 5 | 16 | 16 | 16 |
| 筹资活动现金流 | 248 | (82) | (42) | (219) | (267) |
| 借款变动 | (935) | (235) | (92) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 40 | 0 | 40 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1142 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | 0 | (234) | (286) |
| 其他 | 1 | 153 | 10 | 15 | 19 |
| 现金净增加额 | 944 | 150 | 291 | 356 | 557 |

利润表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| 营业总收入 | 4452 | 6481 | 7346 | 8830 | 10460 |
| 营业成本 | 2258 | 3566 | 4048 | 4848 | 5732 |
| 营业税金及附加 | 37 | 47 | 53 | 64 | 76 |
| 营业费用 | 1105 | 1596 | 1809 | 2175 | 2576 |
| 管理费用 | 289 | 315 | 357 | 429 | 508 |
| 研发费用 | 90 | 155 | 176 | 211 | 250 |
| 财务费用 | 5 | (9) | (10) | (15) | (19) |
| 资产减值损失 | (3) | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 投资收益 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 营业利润 | 681 | 818 | 930 | 1135 | 1353 |
| 营业外收入 | 5 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 营业外支出 | 24 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 利润总额 | 663 | 818 | 930 | 1135 | 1353 |
| 所得税 | 127 | 131 | 149 | 183 | 218 |
| 少数股东损益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 536 | 686 | 780 | 953 | 1135 |

主要财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 15% | 46% | 13% | 20% | 18% |
| 营业利润 | 59% | 20% | 14% | 22% | 19% |
| 归母净利润 | 61% | 28% | 14% | 22% | 19% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 49.3% | 45.0% | 44.9% | 45.1% | 45.2% |
| 净利率 | 12.0% | 10.6% | 10.6% | 10.8% | 10.9% |
| ROE | 36.7% | 30.9% | 26.2% | 25.4% | 25.1% |
| ROIC | 37.5% | 29.9% | 25.5% | 25.1% | 24.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 45.9% | 43.0% | 36.6% | 34.3% | 32.3% |
| 净负债比率 | 0.0% | 2.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.0 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 存货周转率 | 8.7 | 12.6 | 12.9 | 13.4 | 13.3 |
| 应收账款周转率 | 108.0 | 143.0 | 136.0 | 162.0 | 161.0 |
| 应付账款周转率 | 3.9 | 5.9 | 6.7 | 6.8 | 6.8 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 1.34 | 1.72 | 1.95 | 2.38 | 2.84 |
| 每股经营净现金 | 2.47 | 2.49 | 2.72 | 3.33 | 3.95 |
| 每股净资产 | 4.70 | 6.42 | 8.47 | 10.26 | 12.39 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.59 | 0.71 | 0.85 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 28.9 | 22.6 | 19.9 | 16.3 | 13.7 |
| PB | 8.3 | 6.0 | 4.6 | 3.8 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 21.0 | 15.9 | 13.3 | 10.8 | 9.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

刘雨航：华东理工大学金融硕士，曾就职于国元证券研究所轻工新零售组，2022年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。