

# 轻工制造

## 慕思股份：健康睡眠行业龙头，品牌形象深入人心

致力于人体健康睡眠研究，深耕整套健康睡眠系统研发生产和销售。慕思健康睡眠股份有限公司，2004 年创立于广东东莞，旗下拥有慕思、慕思国际、慕思沙发、慕思美居、V6 家居、TRECA 崔佶和思丽德赛七大主品牌，产品包含床垫、床架、床品、沙发等，定位中高端。销售渠道以经销为主，拥有 1400 多家经销商和 3500 多家线下专卖店，覆盖全国 500 余个城市，此外在澳大利亚、美国、意大利、德国等 20 多个国家或地区设有专卖店。本次上市拟募集资金 19 亿元，投入产能扩建、数字化营销及研发中心建设项目，达产后公司将新增床垫产能 95 万张、床架产能 15 万套。

**2019 年我国床垫市场规模达 83.42 亿美元，渗透率、集中度仍有较大提升空间。**2010-2019 年我国床垫行业消费规模由 38.71 亿美元提升至 83.42 亿美元，CAGR 为 8.9%，已成为仅次于美国的全球第二大床垫消费国。我国床垫行业渗透率为 60%，较发达国家 85% 的渗透率仍有差距。随着城市化进程持续推进、居民人均可支配收入提升，更多的消费者开始使用床垫、加快床垫换新周期，推动行业整体扩容。2019 年我国床垫行业 CR5 合计约 15.99%，具备品牌优势、产品力强、渠道布局完善的龙头企业将进入快速扩张通道。

**公司 20 年实现总收入 44.52 亿元，同比+15.3%，床垫及床架为主要收入来源，渠道以经销为主。**2018-2020 年，公司营业收入分别为 31.88/38.62/44.52 亿元，同比分别+21.2%/+15.3%，保持稳步增长。分产品看，2020 年床垫/床架收入分别为 23.96/11.72 亿元，同比分别+6.4%/+32.1%，合计占比超过 80%。分渠道看，2018-2020 年经销渠道收入分别为 23.99/27.03/30.51 亿元，同比分别+12.7%/+12.9%，占主营业务收入比保持 70% 左右。直供渠道采用与产业链中其他企业合作的模式，客户包括锦江系酒店、欧派等，2020 年实现收入 3.86 亿元，同比+135.2%。

**公司 20 年归母净利润为 5.36 亿元，盈利能力业内领先。**2018-2020 年公司归母净利润分别为 2.16/3.33/5.36 亿元，同比+53.9%/+61.1%。同期，毛利率分别为 49.1%/53.5%/49.3%，净利率分别为 6.8%/8.6%/12.1%，得益于品牌溢价及销售渠道优势，公司毛利率领先，盈利能力整体处于行业前列。

**广告费投入高于同业，线上营销力度不断加强，中高端品牌形象深入人心。**20 年公司广告费投入 3.96 亿元，费用率高于同业。公司以“老人形象”传递符合产品高端定位的工匠精神，辨识度高，综合利用高铁、机场、综艺冠名、体育赛事赞助等多种广告投放途径，其中线上渠道投放占比不断提升，顺应新媒体崛起及购物习惯转变的趋势。凭借强大的品牌影响力，公司产品线下销售规模位列行业第一。

**红星美凯龙、居然之家、欧派家居参与持股，渠道优势突出。**公司目前拥有 3500 余家线下专卖店，依托与红星美凯龙、居然之家等大型连锁家具卖场的稳定合作关系，在门店位置、营销资源等方面拥有更多优势。此外，公司逐步尝试与产业链相关企业合作，已成功与欧派、锦江等建立直供合作模式，欧派家居产品主要为定制家具，具备卧室产品前端引流能力，公司持续拓宽产品销售渠道。

**产品产量、销量持续提升，产能利用率已达瓶颈，产品单位成本逐步下降。**2018-2020 年公司床垫产量由 71.36 万张提升至 107.29 万张，床架产量由 19.57 万张提升至 36.03 万张，2020 年床垫及床架的产能利用率均接近 100%。2018-2020 年，公司主要原材料采购单价、产品单位成本均基本保持下降趋势，一方面得益于生产基地地处软体家具产业聚集区、配套产业链成熟，另一方面得益于公司成本控制能力不断增强，利用数字化手段提高生产效率，降低生产成本。

**风险提示：**地产交付不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动风险；募投项目建设不及预期。

证券研究报告

2021 年 07 月 12 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080004

fanzhangxiang@tfzq.com

尉鹏洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521070001

weipengjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业研究周报:喜临门半年度业绩高增长，继续看好软体行业格局优化，龙头集中度提升》2021-07-11
- 2 《轻工制造-行业研究周报:晨光文具、太阳纸业半年度业绩高增长，推荐关注敏华控股、浙江自然报告》2021-07-04
- 3 《轻工制造-行业点评:1-5 月全国出口总额同比+40.2%，家具出口额同比+64.12%》2021-06-30

## 内容目录

1. 慕思股份：聚焦深耕寝具市场 .....	5
1.1. 以床垫为核心产品，定位中高端，线下门店超 3500 家 .....	5
1.2. 股权结构稳定，家居产业链企业参与持股 .....	7
1.3. 募投项目：拟投入 19 亿元，新增床垫产能 95 万张、床架产能 15 万套 .....	7
2. 我国床垫市场渗透率低，行业集中度提升空间大 .....	8
2.1. 中国为全球最大的软体家具生产及消费国，19 年消费规模 211 亿美元 .....	8
2.2. 2019 年我国床垫市场规模 83.42 亿美元，渗透率为 60% .....	9
2.3. 我国床垫行业 CR5 约 15.99% .....	11
3. 财务数据 .....	12
3.1. 收入：20 年实现总收入 44.52 亿元，同比+15.3%，规模稳步增长 .....	12
3.2. 利润：20 年归母净利 5.36 亿元，同比+61.1%，盈利能力位于行业前列 .....	14
3.3. 费用：销售费用率高于同业，剔除股份支付影响，管理费用率接近同业 .....	16
4. 经营亮点 .....	17
4.1. 营销：20 年广告费 3.96 亿元，线上渠道营销力度不断加强 .....	17
4.2. 渠道：门店数量业内领先，卡位线下渠道优质位置 .....	20
4.3. 产品：重视产品体验&产品品质，单位成品持续优化 .....	21
5. 总结及风险提示 .....	23
5.1. 总结 .....	23
5.2. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	5
图 2：慕思品牌矩阵 .....	5
图 3：床垫产品 .....	6
图 4：床架产品 .....	6
图 5：床品 .....	6
图 6：其他产品 .....	6
图 7：股权结构图（截至招股说明书签署日） .....	7
图 8：2010-2019 年全球软体家具消费规模（亿美元）及同比 .....	8
图 9：2010-2019 年中国软体家具产值规模（亿美元）及同比 .....	8
图 10：2019 年全球软体家具产值占比 .....	8
图 11：2010-2019 年中国软体家具消费规模（亿美元）及同比 .....	8
图 12：2010-2019 年全球床垫市场消费规模（亿美元）及同比 .....	9
图 13：2010-2019 年中国床垫市场消费规模（亿美元）及同比 .....	9
图 14：2019 年全球床垫市场消费占比 .....	9
图 15：2019 年中国床垫市场消费占比 .....	9
图 16：床垫构造 .....	10
图 17：2018 年全球床垫市场弹簧床垫市场份额 .....	11

图 18: 2019 年中国床垫市场弹簧床垫市场份额 .....	11
图 19: 2019 年美国床垫制造商出货量市场份额 .....	11
图 20: 2019 年中国床垫市场集中度 .....	11
图 21: 2018-2020 年公司主营业务收入（亿元）及同比 .....	12
图 22: 2018-2020 年公司单季度主营业务收入（亿元）及同比 .....	12
图 23: 2018-2020 年公司主营业务收入（亿元）按产品及同比 .....	12
图 24: 2018-2020 年公司各产品占主营业务收入比 .....	12
图 25: 2018-2020 年公司主营业务收入（亿元）按渠道及同比 .....	13
图 26: 2018-2020 年公司各渠道占主营业务收入比 .....	13
图 27: 2018-2020 年公司主营业务收入（亿元）按地区及同比 .....	13
图 28: 2018-2020 年公司各地区收入占主营业务收入比 .....	13
图 29: 2018-2020 年公司内销收入（亿元）按地区划分 .....	14
图 30: 2018-2020 年公司归母净利润（亿元）及同比 .....	14
图 31: 2018-2020 年公司毛利率、净利率 .....	14
图 32: 2018-2020 年公司及同业毛利率 .....	15
图 33: 2018-2020 年公司及同业净利率 .....	15
图 34: 2018-2020 年公司及同业自主品牌收入占比 .....	15
图 35: 2018-2020 年公司及同业直供渠道收入占比 .....	15
图 36: 2018-2020 年公司各产品毛利率 .....	15
图 37: 2018-2020 年公司各渠道毛利率 .....	15
图 38: 2018-2020 年床垫销量和平均单价 .....	16
图 39: 2018-2020 年床架销量和平均单价 .....	16
图 40: 2018-2020 年公司及同业销售费用率 .....	16
图 41: 2018-2020 年公司及同业管理费用率 .....	16
图 42: 2018-2020 年公司及同业研发费用率 .....	17
图 43: 2018-2020 年公司及同业财务费用率 .....	17
图 44: 2018-2020 年公司销售费用（亿元）及同比 .....	17
图 45: 2018-2020 年公司销售费用构成 .....	17
图 46: 2018-2020 年广告费、工资福利费（亿元）及同比 .....	18
图 47: 2018-2020 年公司及同业广告费用率 .....	18
图 48: 2018-2020 年各项广告费用（亿元） .....	18
图 49: 2018-2020 年广告费用构成 .....	18
图 50: 慕思经典“老人形象” .....	18
图 51: 赞助中国女排 .....	18
图 52: 2018-2020 年销售人员平均人数及平均薪酬 .....	19
图 53: 2018-2020 年公司及同业销售人员工资与福利费用率 .....	19
图 54: 消费者可通过慕思公众号预约除螨/机场 VIP 服务 .....	19
图 55: 通过微信公众号等形式服务终端客户 .....	19
图 56: 红星美凯龙上海浦东沪南商场软体区平面图 .....	20
图 57: 2017-2020 年经销商数量（个）变化 .....	20
图 58: 2018-2020 年公司直营门店数（个） .....	20

图 59: 2018-2020 年公司直供渠道主要客户销售额 (万元) .....	21
图 60: 2018-2020 年直供渠道主要客户销售额占直供渠道比 .....	21
图 61: 2018-2020 年床垫产能、产量、产能利用率 .....	21
图 62: 2018-2020 年床架产能、产量、产能利用率 .....	21
图 63: 2018-2020 年床垫销量、产销率 .....	22
图 64: 2018-2020 年床架销量、产销率 .....	22
图 65: 2018-2020 年公司主营业务成本构成 .....	22
图 66: 2018-2020 年公司主要原材料采购单价 .....	22
图 67: 2018-2020 年公司及同业床垫单位成本 (元/张) .....	23
图 68: 2018-2020 年公司及同业床架单位成本 (元/套) .....	23
表 1: 募投项目 .....	8
表 2: 床垫分类 .....	10

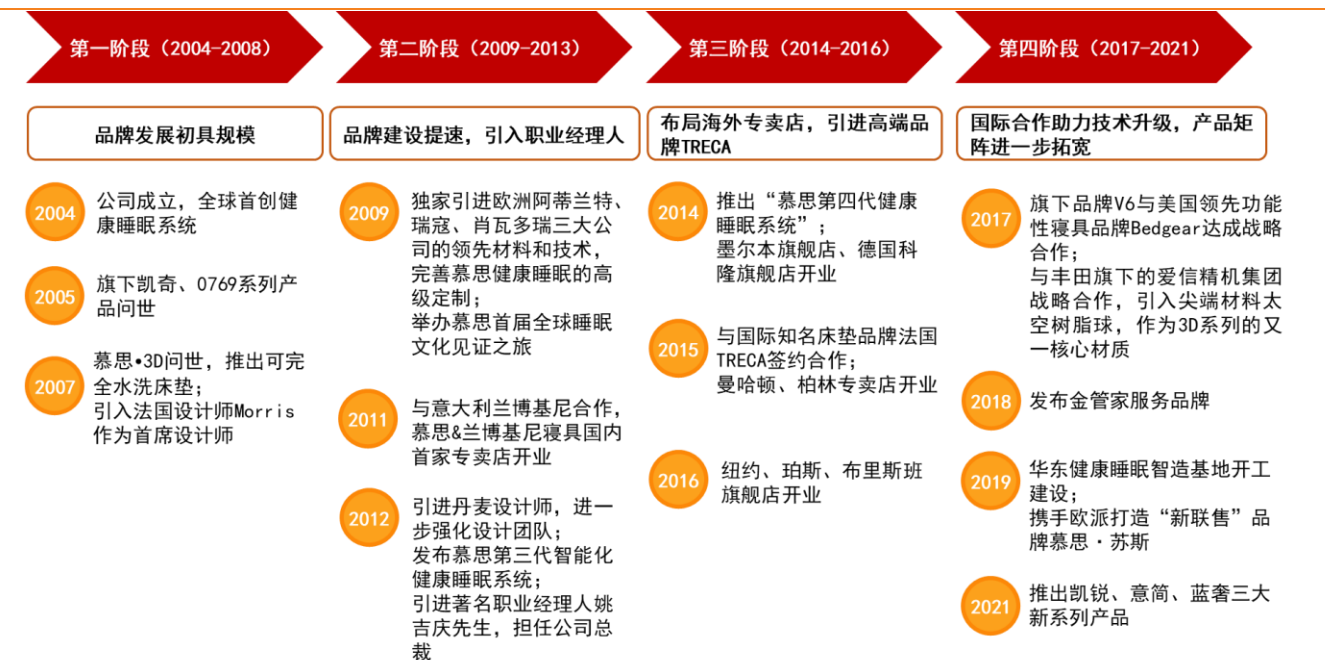
## 1. 慕思股份：聚焦深耕寝具市场

### 1.1. 以床垫为核心产品，定位中高端，线下门店超 3500 家

慕思健康睡眠股份有限公司，创立于 2004 年，致力于健康睡眠系统的研发、生产和销售，旗下拥有慕思、慕思国际、慕思沙发、慕思美居、V6 家居、TRECA 崔作和思丽德赛七大主品牌，产品包含床垫、床架、床品、沙发等，定位中高端。公司销售渠道以经销为主，目前拥有 1400 多家经销商和 3500 多家线下专卖店，除覆盖全国 500 多个城市外，还在澳大利亚、美国、意大利、德国等 20 多个国家或地区设有专卖店。同时，公司不断尝试拓展新渠道，与产业链相关的知名企业进行合作，积极拓宽导流入口，已成功与“欧派”和“锦江”达成直供合作模式。此外，公司在天猫、京东等知名电商平台开设网点进行销售，作为对线下渠道的补充。

- **2004-2008 年，首创健康睡眠系统，品牌发展初具规模。**公司成立于 2004 年，2005-2007 年旗下品牌凯奇、0769、3D 系列相继问世，品牌矩阵初具规模。
- **2009-2013 年，品牌建设提速，引入职业经理人。**2009 年，独家引进欧洲阿蒂兰特、瑞寇、肖瓦多瑞三大公司的睡眠系统制造材料和技术；2010 年和意大利兰博基尼签约合作，并于 2011 年开设国内首家慕思&兰博基尼寝具专卖店，与国际知名品牌跨界合作，提升品牌形象；2012 年引进知名职业经理人姚吉庆先生担任公司总裁，主导制定慕思各子品牌精准定位及发展方向。
- **2014-2016 年，布局海外专卖店，引进法国高端品牌 TRECA。**先后在墨尔本、科隆、曼哈顿、柏林、纽约、珀斯、布里斯班开设旗舰店；2015 年与法国 TRECA 公司签约合作，引进国际高端品牌 TRECA，进一步完善品牌矩阵。
- **2017-2021 年，国际合作助力技术升级，产品矩阵进一步拓宽。**2017 年引入丰田旗下爱信精机集团的尖端材料太空树脂球，作为 3D 系列的又一核心材质，旗下时尚品牌 V6 与美国领先功能性寝具品牌 Bedgear 战略合作；2019 年携手欧派家居打造慕思·苏斯品牌；2021 年推出凯锐、意简、蓝奢三大新系列产品。

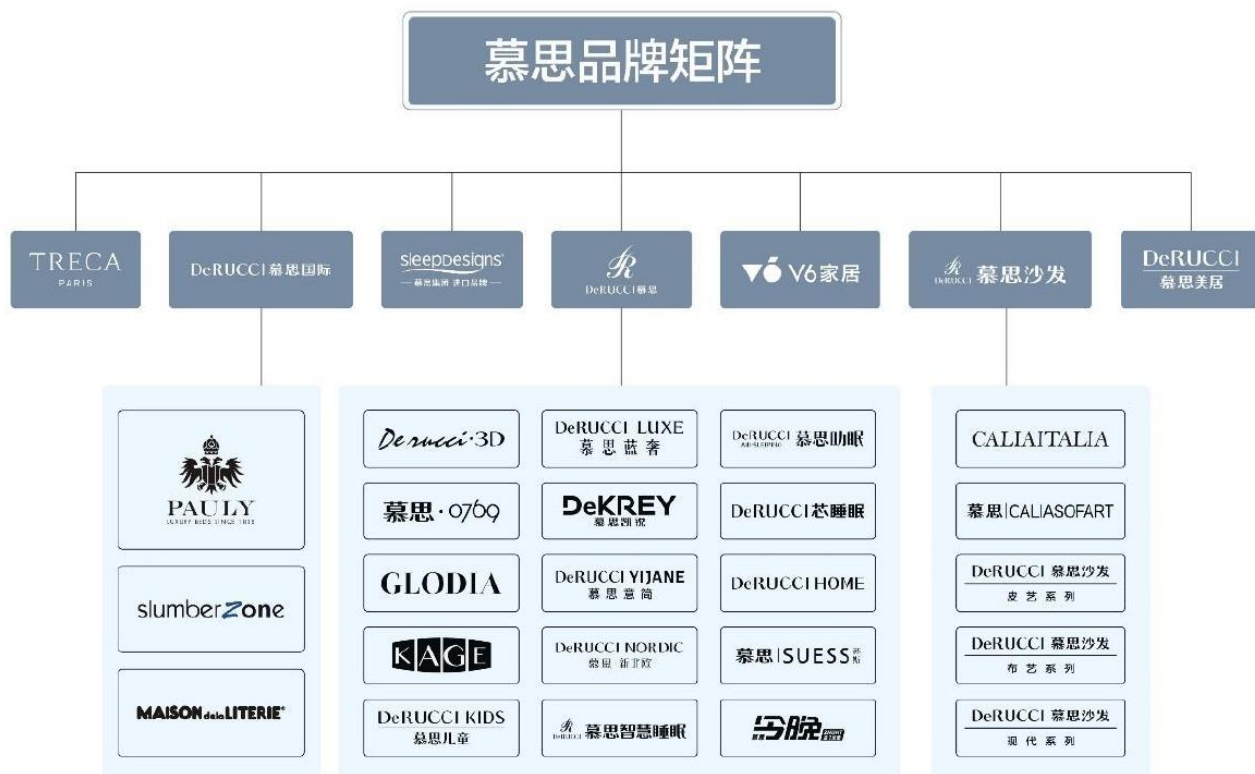
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 2：慕思品牌矩阵

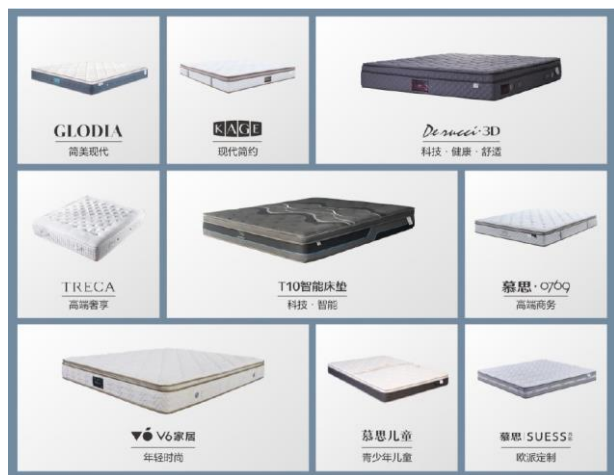




资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

床垫为公司的核心产品，公司根据不同人群身体特点和睡眠习惯，构建了覆盖不同年龄层、不同审美偏好的产品组合，满足消费者多元需求，并提供多种风格的床架产品供消费者搭配选择。

图 3: 床垫产品



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

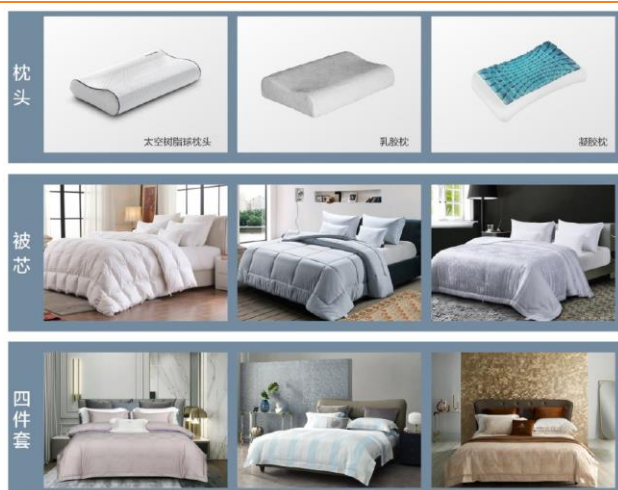
图 5: 床品

图 4: 床架产品



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 6: 其他产品



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所



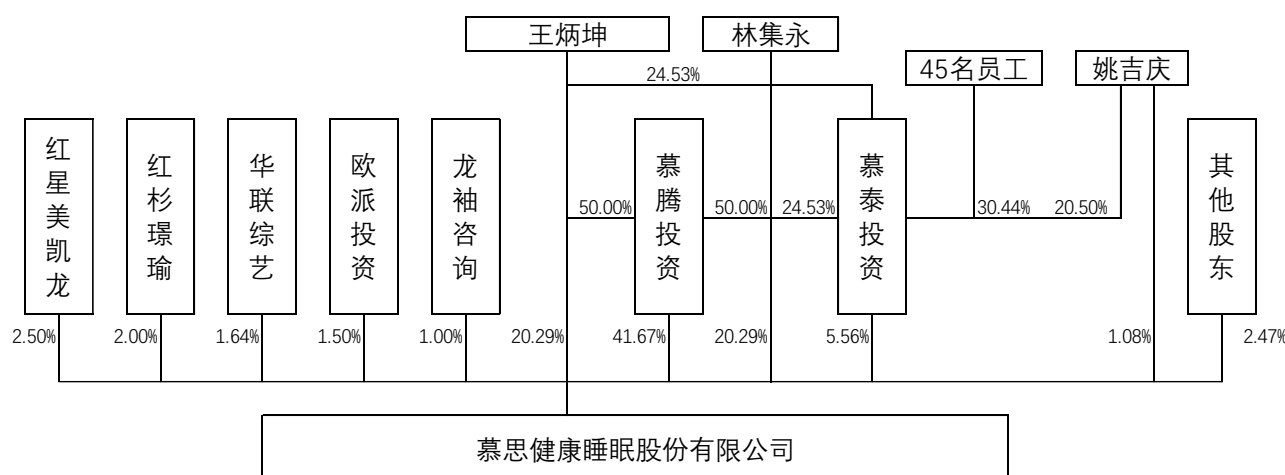
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

## 1.2. 股权结构稳定，家居产业链企业参与持股

实际控制人为王炳坤和林集永，合计持有发行前股份的 87.81%。王炳坤、林集永分别直接持有公司 7305 万股，分别占发行前股份的 20.29%，共同通过慕腾投资间接持有公司 1.5 亿股股权，占发行前股份的 41.67%，共同通过慕泰投资间接持有公司股份 2000 万股股权，占发行前股份的 5.56%。王炳坤、林集永直接和间接合计持有公司 3.16 亿股股权，占公司本次发行前股份的 87.81%，为公司的实际控制人。

股东资源优质，红星美凯龙、居然之家、欧派家居、红杉等参与持股。红星美凯龙直接持有公司发行前股份的 2.5%。龙袖咨询实际控制人车建芳、合伙人车玉梅及车平系红星美凯龙实控人车建兴的亲属，合伙人周军为红星美凯龙家居产业投资部投资总监。华联综艺执行董事汪林朋系居然之家的实际控制人。欧派投资系欧派家居 100% 全资控股的投资平台。红杉璟瑜为红杉资本管理的私募基金。公司股东资源优质，拥有家居产业链相关企业及头部 PE 持股。

图 7：股权结构图（截至招股说明书签署日）



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

## 1.3. 募投项目：拟投入 19 亿元，新增床垫产能 95 万张、床架产能 15 万套

公司拟公开发行不低于 4001 万股，占发行后总股本比例不低于 10%，扣除发行费用后，拟

投入 19 亿元用于募投项目。目前，公司在东莞建有生产基地，总建筑面积 38 万平方米，占地面积 320 亩，并于 2019 年 2 月在嘉兴建设华东基地一期。本次募投项目计划于嘉兴实施，达产后公司将新增床垫产能 95 万张、床架产能 15 万套，利于缩短供货周期，提升公司竞争力、以及华东地区的市场占有率。

表 1: 募投项目

	项目名称	项目投资 (亿元)
1	华东健康寝具生产线建设项目	15.03
2	数字化营销项目	2.48
3	健康睡眠技术研究中心建设项目	1.49
	合计	19.00

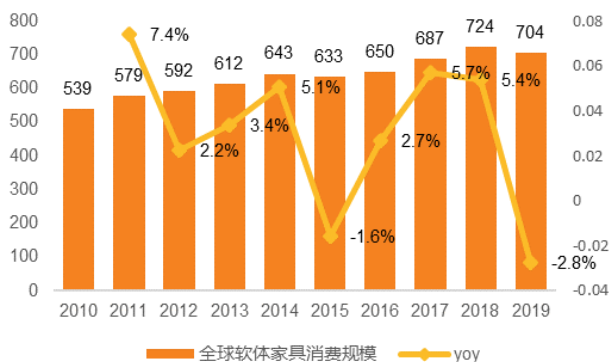
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

## 2. 我国床垫市场渗透率低，行业集中度提升空间大

### 2.1. 中国为全球最大的软体家具生产及消费国，19 年消费规模 211 亿美元

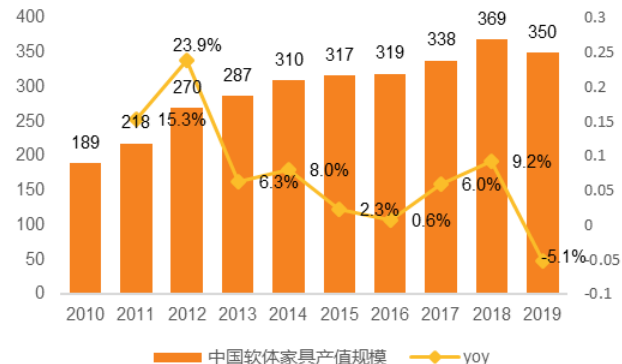
全球软体家具行业需求稳步提升，2019 年达 704 亿美元。全球软体家具行业的工业化生产始于 20 世纪初的欧洲。20 世纪 90 年代以来，伴随生产技术的发展，以及消费者对产品品质的要求提升、对设计风格的需求多样化，软体家具市场需求不断扩大。2010-2019 年全球软体家具消费规模由 539 亿美元提升至 704 亿美元，CAGR 为 3.0%。

图 8: 2010-2019 年全球软体家具消费规模 (亿美元) 及同比



资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 9: 2010-2019 年中国软体家具产值规模 (亿美元) 及同比



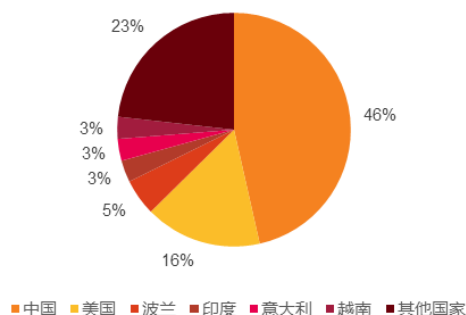
资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

我国已成为全球最大的软体家具生产国及消费国，2019 年消费规模达 211 亿美元，占全球软体家具消费的 30.0%。我国软体家具行业始于 20 世纪 80 年代，虽然起步较晚，但是得益于较低的劳动力成本以及较完整的产业链配套优势，逐步承接发达国家转移出的产能，发展成为全球最大的软体家具生产国，2010-2019 年我国软体家具总产值由 189 亿美元提升至 350 亿美元，CAGR 为 7.1%，2019 年占全球软体家具产值的 46%。随着收入水平的提高、消费理念的转变，我国软体家具消费规模总体保持增长态势，由 2010 年的 117 亿美元提升至 2019 年的 211 亿美元，CAGR 为 6.8%，已成为世界上最大的软体家具消费国，2019 年占全球软体家具消费规模的 30.0%。

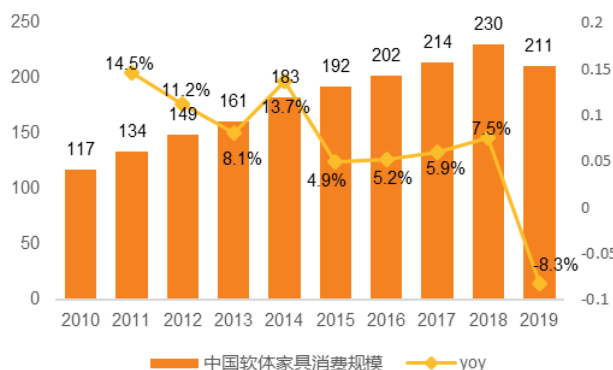
图 10: 2019 年全球软体家具产值占比

图 11: 2010-2019 年中国软体家具消费规模 (亿美元) 及同比





资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所



资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

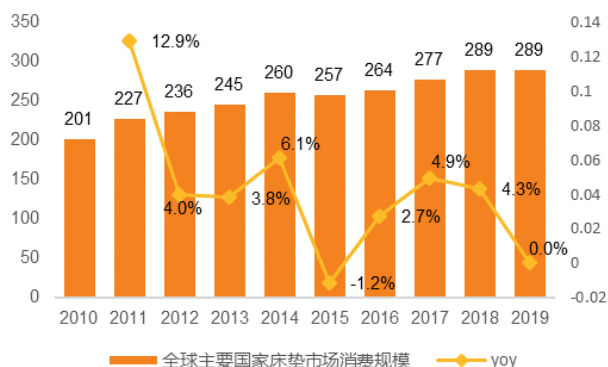
## 2.2. 2019 年我国床垫市场规模 83.42 亿美元，渗透率为 60%

全球睡眠经济处于持续发展态势，消费者对睡眠问题的重视促使床垫市场稳步扩容。根据世界卫生组织数据，全球约有 10%—49% 的人患有不同程度的失眠。床垫作为影响睡眠质量的重要产品，越来越多的消费者愿意为之加大投入，促使床垫市场稳步扩容。2010-2019 年全球主要国家床垫市场消费规模由 201 亿美元提升至 289 亿美元，CAGR 为 4.1%，2019 年全球床垫消费约占软体家具总体消费的 41.05%，占据较大份额。

我国是全球第二大床垫消费国，2019 年床垫消费规模为 83.42 亿美元。我国床垫行业起步于 20 世纪 80 年代初，伴随全球床垫产能向发展中国家尤其是中国转移，同时得益于庞大的人口基数、居民收入水平的提高和消费观念的培养，我国床垫行业迅速发展。2010-2019 年我国床垫行业消费规模由 38.71 亿美元提升至 83.42 亿美元，CAGR 为 8.9%，高于全球市场总体增速。中国已成为仅次于美国的全球第二大床垫消费国。

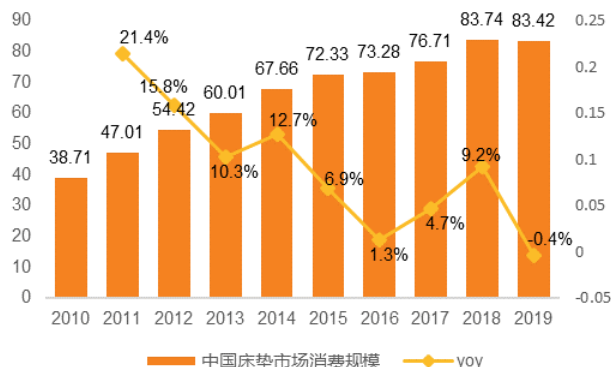
我国床垫行业渗透率为 60%，较发达国家 85% 的渗透率仍有差距。虽然我国床垫行业发展迅速、规模较大，但因行业起步较晚、居民收入的增长以及传统消费习惯的改变仍需要时间，床垫行业渗透率较发达国家仍有一定的差距。根据 CSIL 的统计，发达国家床垫渗透率达到 85%，而中国床垫渗透率仅 60%。随着城市化进程持续推进、居民人均可支配收入提升，更多的消费者开始使用床垫、加快床垫换新周期，推动行业整体扩容。

图 12：2010-2019 年全球床垫市场消费规模（亿美元）及同比



资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

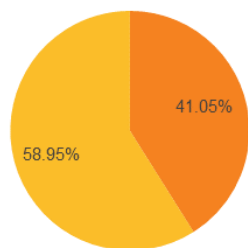
图 13：2010-2019 年中国床垫市场消费规模（亿美元）及同比



资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

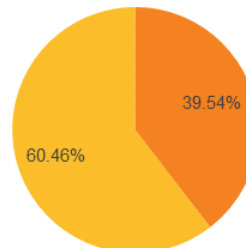
图 14：2019 年全球床垫市场消费占比

图 15：2019 年中国床垫市场消费占比



■ 床垫 ■ 其他软体

资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

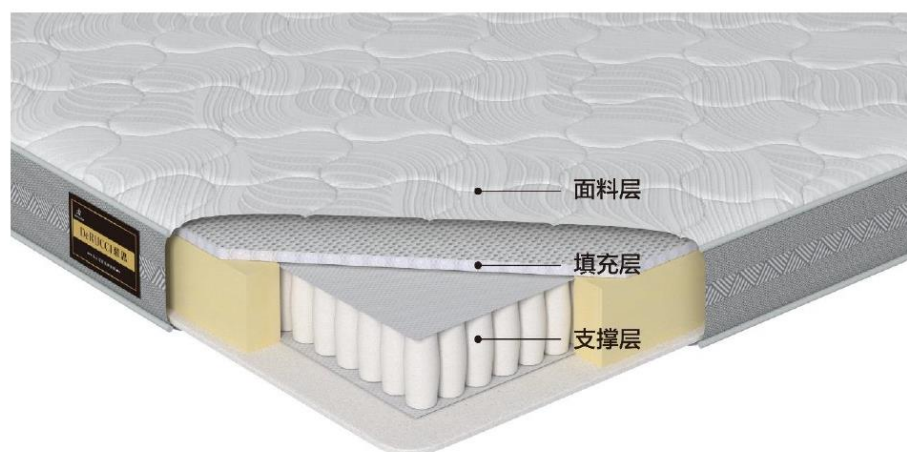


■ 床垫 ■ 其他软体

资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

床垫一般由面料层、填充层和支撑层三部分构成。面料层具有增加表面柔软度、改善睡感、吸湿透气的功能；填充层一般由乳胶、海绵、3D 纤维、棕榈等组成，软硬度各有不同，用于提升床垫的舒适性；支撑层用于提升床垫的稳定性和支撑性。按照支撑层是否含有弹簧，床垫划分为弹簧床垫和非弹簧床垫，按照填充层的材质，非弹簧床垫又可分为乳胶床垫、海绵床垫、记忆棉床垫、棕榈床垫、其他材料床垫等。

图 16：床垫构造



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

表 2：床垫分类

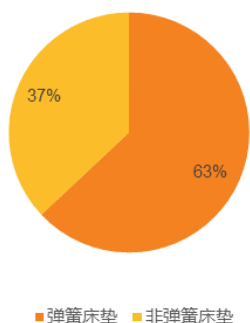
床垫种类	主要材料	睡感	优点	缺点
弹簧床垫	弹簧、棕垫、动物毛羽、乳胶、记忆棉、海绵等	软硬适中	均匀承重，承托性好	睡感偏硬，弹簧用久易变形
乳胶床垫	天然乳胶或人工乳胶	软	透气性好，睡感柔软	支撑性、耐用性较差，价格较高
海绵床垫	海绵	软	价格适中	承托性差，易塌陷
记忆棉床垫	慢回弹太空棉	软	睡感柔软，材料根据环境温度和压力产生变化，包裹性好	支撑性较差，易变形，产品易变硬，价格较高
棕榈床垫	椰棕或山棕纤维及少量化纤	硬	承托性好，适合腰椎间盘突出患者	制造过程可能用到醛类粘合剂，不环保；植物纤维易生虫；易变形
其他材料床垫	采用 3D、太空树脂球等	软硬适中	承托性好，透气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

## 其他材料

资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

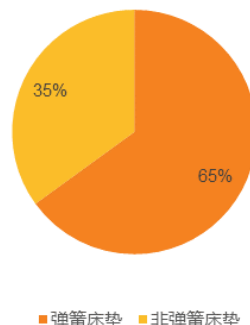
弹簧床垫在床垫市场的份额最高，2019 年国内消费规模约 54.2 亿美元。2018 年弹簧床垫约占全球床垫市场的 63%，消费规模约 182.1 亿美元；2019 年弹簧床垫约占国内床垫市场的 65%，消费规模约 54.2 亿美元。

图 17：2018 年全球床垫市场弹簧床垫市场份额



资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 18：2019 年中国床垫市场弹簧床垫市场份额



资料来源：CSIL，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

## 2.3. 我国床垫行业 CR5 约 15.99%

美国床垫市场已进入成熟期，竞争格局基本稳定，CR5 合计约 69.40%。美国是弹簧床垫、乳胶床垫及记忆棉床垫的诞生地，经过百年发展，目前美国床垫行业已进入成熟期，行业集中度高，前五大品牌分别为丝涟、席梦思、舒达、泰普尔、Sleep Number，2019 年市场份额合计 69.40%。

我国床垫行业 CR5 约 15.99%，较成熟市场仍有很大提升空间。2019 年我国床垫企业 TOP5 分别为慕思股份、喜临门、顾家家居、敏华控股、梦百合，所占市场份额分别为 8.00%/4.11%/1.50%/1.46%/0.92%，CR5 合计约 15.99%，显著低于美国市场的行业集中度。

具备品牌优势、产品力强、渠道布局完善的龙头企业将进入快速扩张通道。消费能力的提升、消费观念的转变，使得消费者更加注重产品的品牌和品质。相比中小型企业，头部企业具有更强的产品研发设计能力、优质的配套服务能力，完善的产品矩阵可以满足不同消费群体的一站式、套系化购物需求，且丰富的产品系列和产品持续迭代的能力，为线下渠道多系列、多品类门店同步扩张奠定基础。在流量碎片化、成交场景多元化的背景下，头部企业掌握 KA 卖场的优质门店资源，同时拥有更多的资源投入全渠道的销售及营销网络搭建，品牌形象逐步确立并深化。中小企业将因失去流量及成交场景，逐步退出市场竞争，资源将向龙头集中，行业集中度提升。

图 19：2019 年美国床垫制造商出货量市场份额

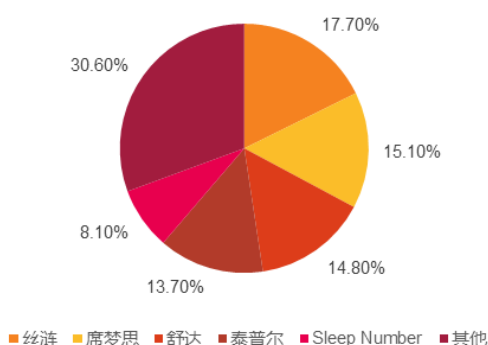
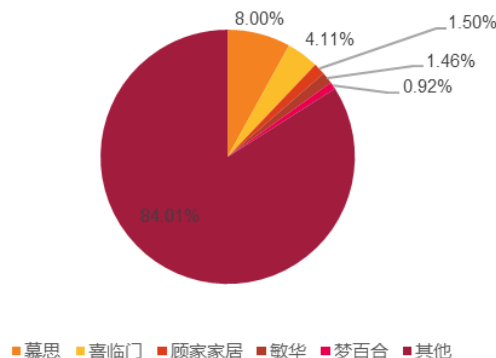


图 20：2019 年中国床垫市场集中度



资料来源：Furniture Today《2019 年全美床垫制造商排行榜》，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

资料来源：观研网，招股说明书（申报稿），天风证券研究所

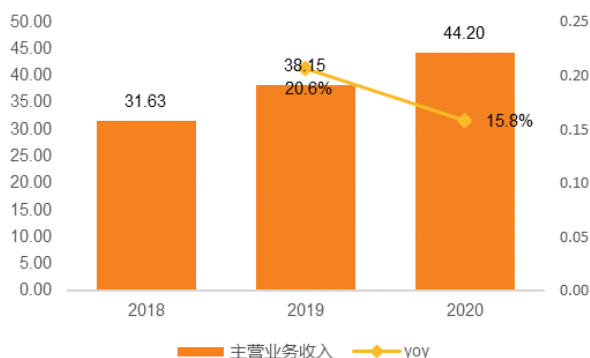
### 3. 财务数据

#### 3.1. 收入：20 年实现总收入 44.52 亿元，同比+15.3%，规模稳步增长

收入规模稳步增长，20 年实现总收入 44.52 亿元，同比+15.3%。2018-2020 年，公司实现营业收入分别为 31.88/38.62/44.52 亿元，同比分别+21.2%/+15.3%，保持稳步增长，其中主营业务收入分别实现 31.63/38.15/44.20 亿元，同比分别+20.6%/+15.8%，占总收入占比均超过 98%。主营业务规模稳步增长，主要得益于：①床垫行业整体扩容以及行业集中度提升；②精准营销使品牌形象更加深入人心，品牌红利逐步释放；③销售网络不断优化、完善，尝试拓展多元渠道，例如与欧派、锦江共同建立直供模式；④从床垫单品逐步发展为包含床垫、床架和床品在内的综合产品体系，品类持续丰富；⑤在东莞、嘉兴建设数字化生产基地，产能进一步扩张，为收入增长奠定基础。

下半年为销售旺季，占主营业务收入比约为 60%。软体家具行业存在一定的季节性特征，通常下半年为销售旺季，主要原因为节假日及大型促销活动集中于下半年，加之公司五大 IP 活动中的三个“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”同样集中在下半年，因此公司下半年主营业务收入占比约为 60%，略高于上半年销售收入。

图 21：2018-2020 年公司主营业务收入（亿元）及同比



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 22：2018-2020 年公司单季度主营业务收入（亿元）及同比



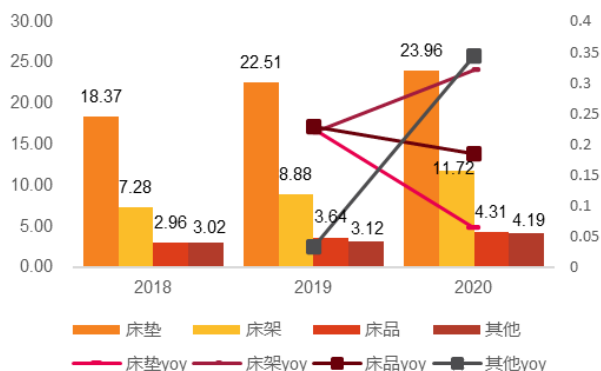
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

分产品看，床垫和床架为主要收入来源，合计占比超过 80%。2018-2020 年，床垫收入分别为 18.37/22.51/23.96 亿元，同比分别+22.6%/+6.4%，床架收入分别为 7.28/8.88/11.72 亿元，同比分别+22.0%/+32.1%，合计占比分别为 81.1%/82.3%/80.8%，为公司最主要的主营业务收入来源，床垫和床架之间具备协同效应，互相促进销售增长。得益于床垫、床架的拉动以及公司在床品领域扩大投入，2018-2020 年床品收入分别为 2.96/3.64/4.31 亿元，占比较为稳定。其他产品包括沙发和按摩椅，2018-2020 年实现收入 3.02/3.12/4.19 亿元，同比+3.3%/+34.4%，增速提升。

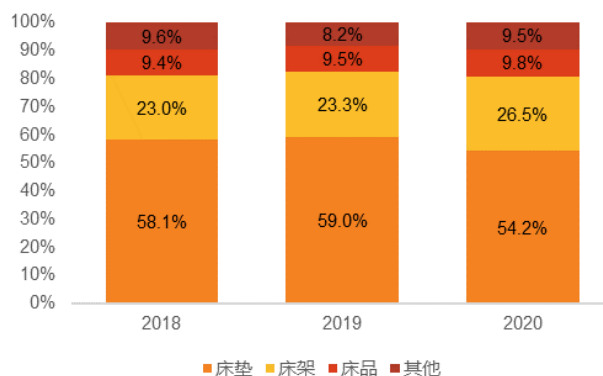
图 23：2018-2020 年公司主营业务收入（亿元）按产品及同比

图 24：2018-2020 年公司各产品占主营业务收入比





资料来源: 招股说明书(申报稿), 天风证券研究所

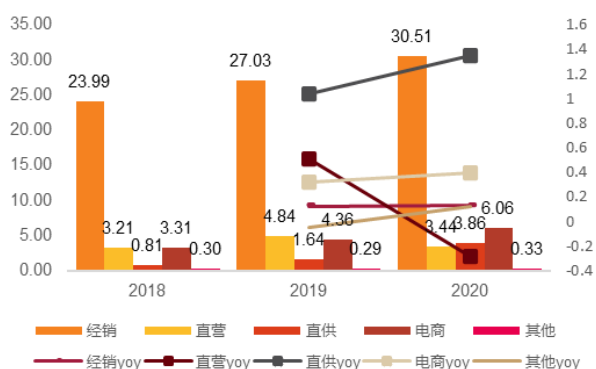


资料来源: 招股说明书(申报稿), 天风证券研究所

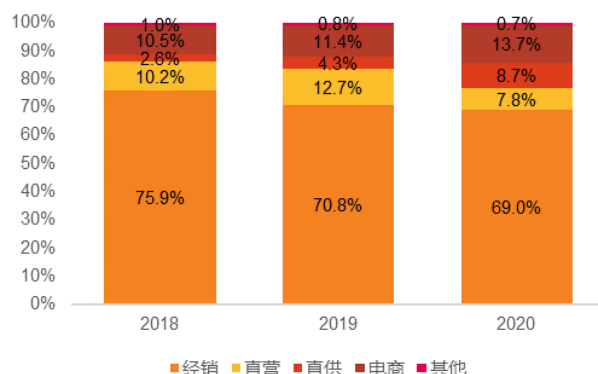
分渠道看, 经销渠道收入占比约 70%, 直供渠道增速较快。2018-2020 年, 经销渠道收入分别为 23.99/27.03/30.51 亿元, 同比分别+12.7%/+12.9%, 占主营业务收入比分别为 75.85%/70.84%/69.03%, 保持 70%左右。同期, 直营收入分别为 3.21/4.84/2.44 亿元, 同比+50.5%/-28.8%, 直营门店主要分布于广州、深圳、东莞等城市, 更多起到品牌宣传、市场推广的作用。直供渠道采用与产业链中其他企业合作的模式, 客户包括锦江系酒店、欧派等, 2018-2020 年直供渠道收入分别为 0.81/1.64/3.86 亿元, 同比+103.3%/+135.2%, 其中公司于 2019 年与欧派达成合作, 当年实现收入 6288 万元, 2020 年提升至 2.88 亿元, 同比+358.3%, 占直供渠道收入比为 74.6%。电商渠道主要通过天猫、京东等平台的网店销售, 收入由 2018 年的 3.31 亿元提升至 2020 年的 6.06 亿元, CAGR 为 35.2%。

图 25: 2018-2020 年公司主营业务收入(亿元)按渠道及同比

图 26: 2018-2020 年公司各渠道占主营业务收入比



资料来源: 招股说明书(申报稿), 天风证券研究所

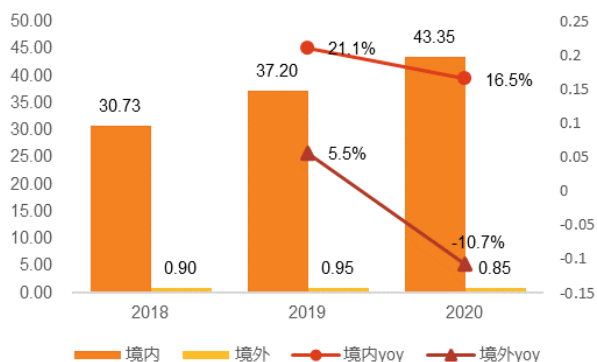


资料来源: 招股说明书(申报稿), 天风证券研究所

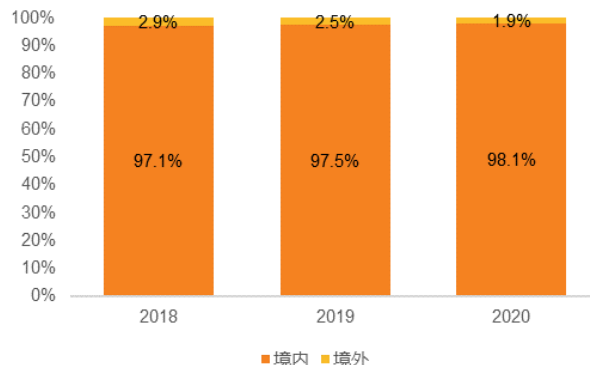
分地区看, 内销收入占比约为 98%, 其中华东和华南为主要销售区域, 合计占比维持 55%以上。2018-2020 年, 公司内销收入分别为 30.73/37.20/43.35 亿元, 占比分别为 97.1%/97.5%/98.1%。华东和华南地区为主要销售区域, 合计销售占比维持 55%以上, 其中华东地区销售金额显著高于其他地区。公司各地区销售占比与公司产能布局以及该地区经济发展水平基本匹配。

图 27: 2018-2020 年公司主营业务收入(亿元)按地区及同比

图 28: 2018-2020 年公司各地区收入占主营业务收入比

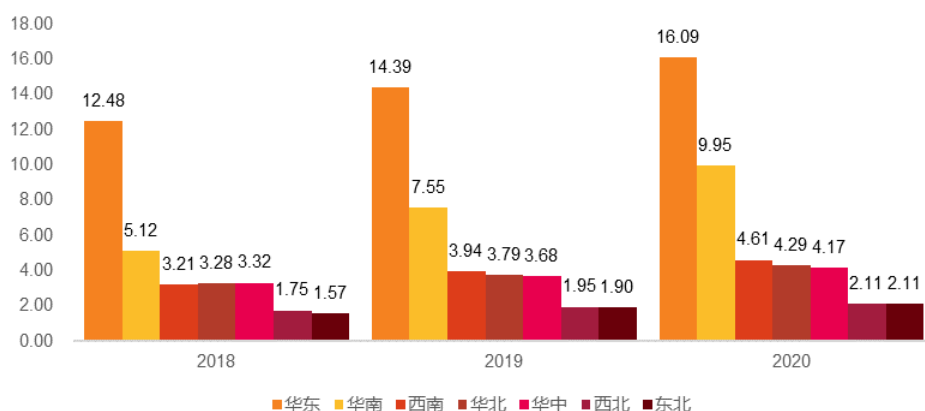


资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 29：2018-2020 年公司内销收入（亿元）按地区划分

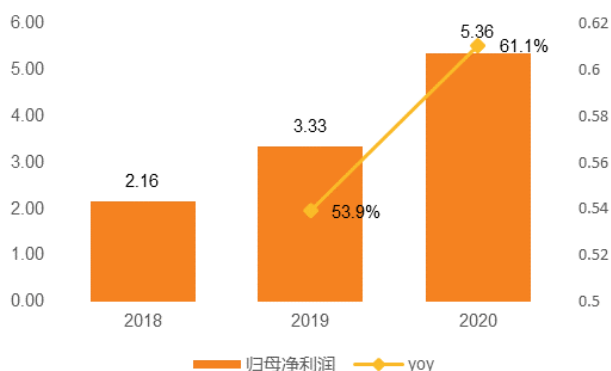


资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

### 3.2. 利润：20 年归母净利 5.36 亿元，同比+61.1%，盈利能力位于行业前列

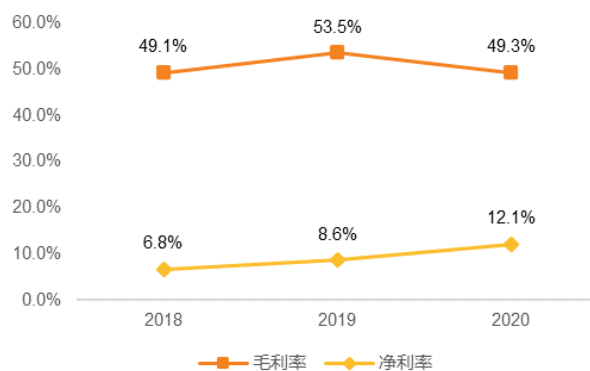
20 年归母净利 5.36 亿元，同比+61.1%，盈利能力位于行业前列。2018-2020 年公司归母净利润分别为 2.16/3.33/5.36 亿元，同比+53.9%/+61.1%。同期，毛利率分别为 49.1%/53.5%/49.3%，净利率分别为 6.8%/8.6%/12.1%，盈利能力处于行业前列。

图 30：2018-2020 年公司归母净利润（亿元）及同比



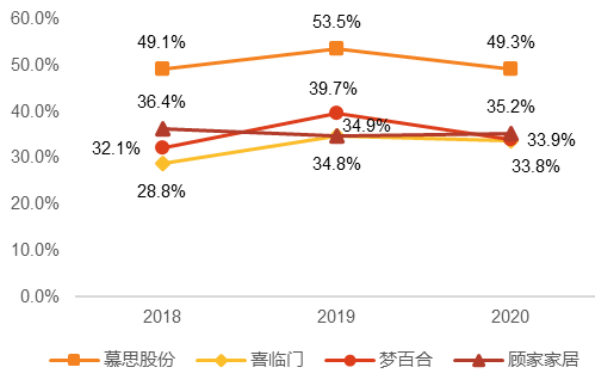
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 31：2018-2020 年公司毛利率、净利率



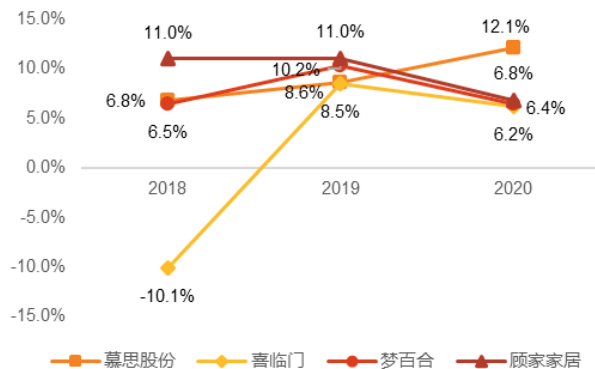
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 32：2018-2020 年公司及同业毛利率



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

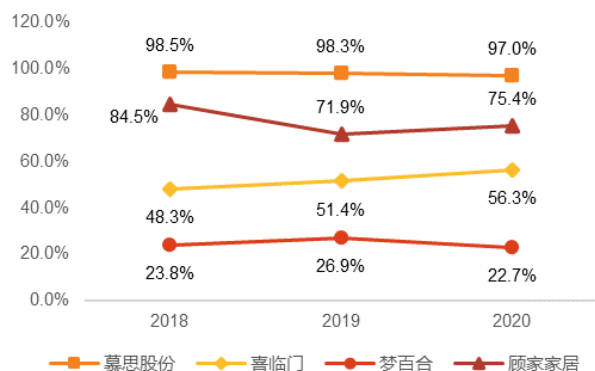
图 33：2018-2020 年公司及同业净利率



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

得益于品牌溢价及销售渠道优势，公司毛利率领先。公司以经营自主品牌为主，可以享受较高的品牌溢价，而同业其他公司的 OEM/ODM 业务占比较高，拉低了整体毛利率水平。渠道角度来看，直供渠道的客户一般享有价格优惠，因此毛利率较低，而公司以经销为主，直供渠道占比低于同业，经销渠道的盈利能力拉升了整体毛利率水平。

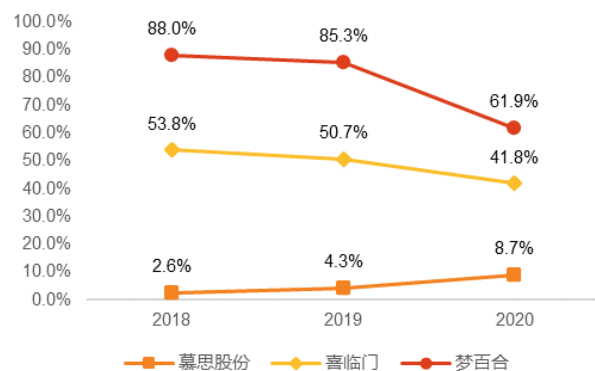
图 34：2018-2020 年公司及同业自主品牌收入占比



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

注：喜临门自主品牌取其“喜临门”品牌收入占比

图 35：2018-2020 年公司及同业直供渠道收入占比



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

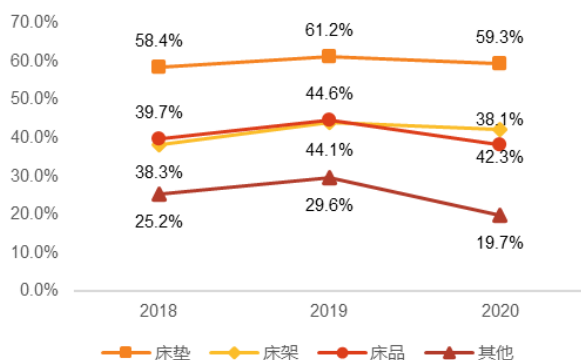
注：喜临门和梦百合取自年报披露的大宗业务销售占比

分产品看，床垫毛利率最高，维持在 60%左右。床垫为公司核心产品，定位中高端客户群体，品牌知名度较高，2018-2020 年床垫产品毛利率分别为 58.4%/61.2%/59.3%，维持在较高水平。2019 年公司床垫毛利率提升 2.8pct，主要原因为原材料价格下降及公司降本增效，床垫单位成本下降 8.5%。2020 年公司床垫毛利率略有下降，主要原因为：①公司加大对经销商的扶持补贴力度，以缓解疫情影响，经销渠道的产品平均单价有所下降；②平均单价较高的直营渠道占比有所下降；③公司给予直供客户欧派一定的价格优惠，2020 年合作规模增长较快，综合导致平均床垫平均单价及毛利率有所下降。由于床架产品中的排骨架为外购、部分床头柜采取外协生产，故床架整体毛利率低于床垫。

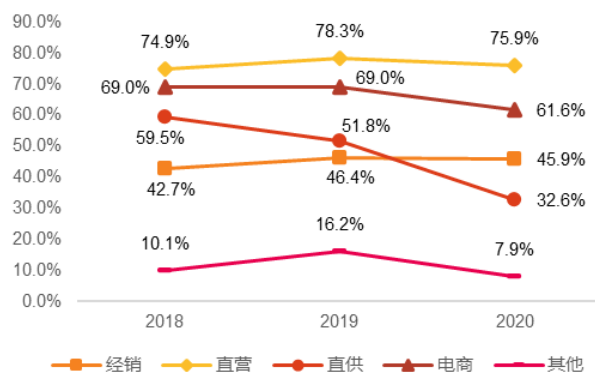
分渠道看，经销渠道毛利率基本稳定，直营及电商渠道毛利率较高。经销渠道为公司主要销售渠道，2018-2020 年毛利率分别为 42.7%/46.4%/45.9%，基本维持稳定。同期直营及电商渠道毛利率较高，主要系产品直接销售给消费者，保留了流通环节的利润，其中直营毛利率更高，主要因为直营产品定位中高端客群，而电商产品定位中端及年轻客群，两种渠道定价略有差异。直供渠道主要面向大型客户、星级酒店或大型公建项目，基于战略合作考虑，公司通常会给予一定价格优惠，因此直供渠道毛利率较低，2020 年直供毛利率有所下降主要原因为公司与欧派的合作规模扩大。

图 36：2018-2020 年公司各产品毛利率

图 37：2018-2020 年公司各渠道毛利率

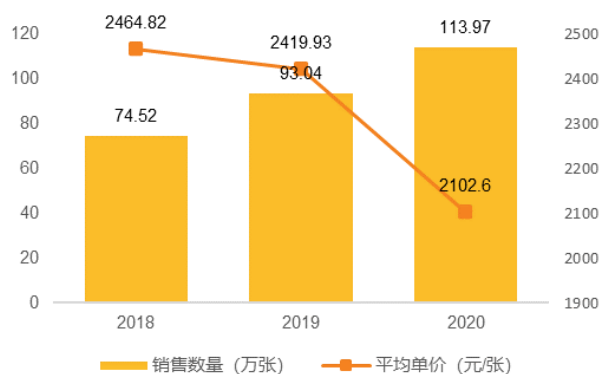


资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所



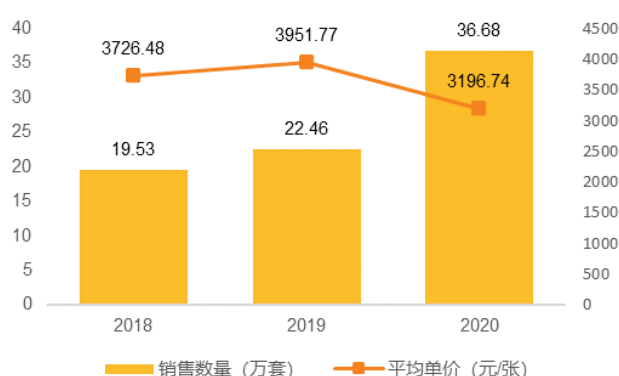
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 38：2018-2020 年床垫销量和平均单价



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 39：2018-2020 年床架销量和平均单价



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

### 3.3. 费用：销售费用率高于同业，剔除股份支付影响，管理费用率接近同业

**销售费用率高于同业。**2018-2020 年，公司销售费用率分别为 30.7%/31.3%/24.7%，高于同行业可比公司，主要原因系公司以自主品牌运营为主，在品牌运营和渠道营销方面的投入更多，而可比公司存在不同规模的 OEM/ODM 业务，相关自主品牌和渠道的营销费用较少。

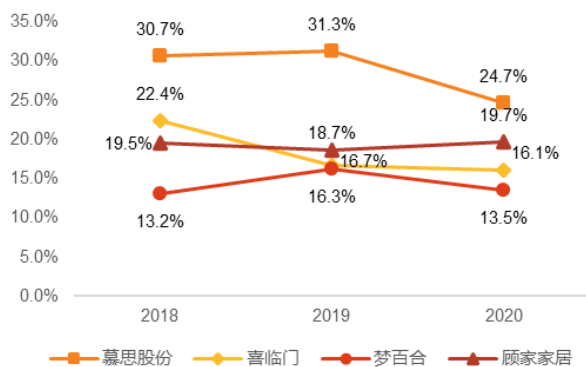
**剔除股份支付影响，管理费用率接近行业平均。**2018-2020 年，公司管理费用率分别为 5.7%/7.8%/6.5%，2019 及 2020 年略高于行业平均水平，主要系当期分别确认了 7608 万/4178 万元的股份支付费用。剔除股份支付影响后，公司管理费用率接近行业平均水平。

2018-2020 年公司研发费用率分别为 2.4%/1.9%/2.0%，整体较为稳定，位于行业平均水平。同期，公司财务费用率分别为 0.5%/0.4%/0.1%，财务费用率整体较低，主要系有息负债规模较小。

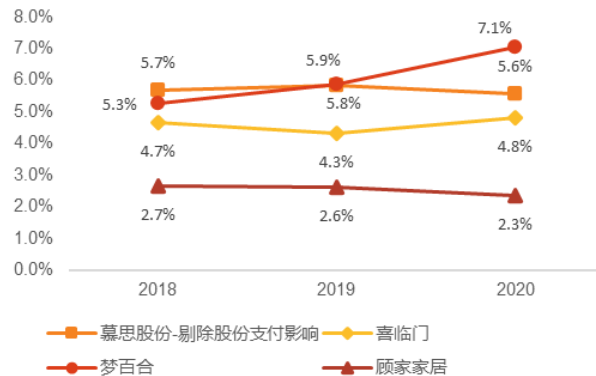
图 40：2018-2020 年公司同业销售费用率

图 41：2018-2020 年公司同业管理费用率



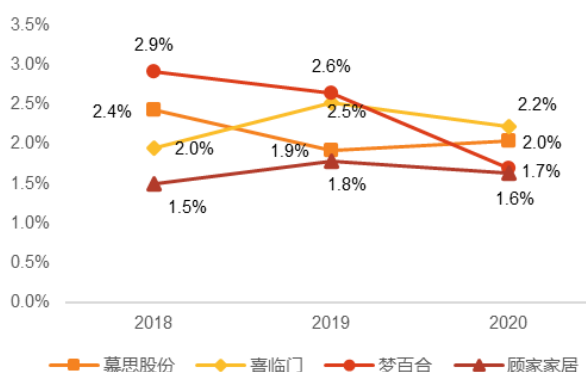


资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所



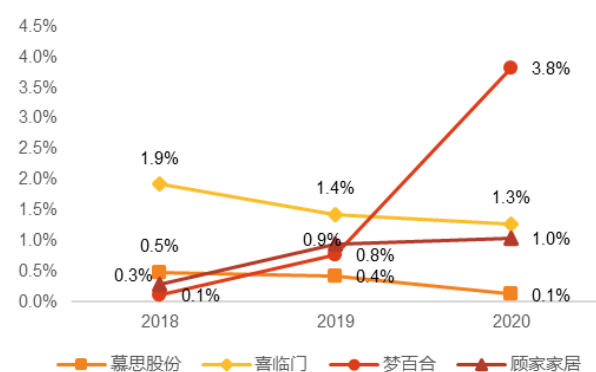
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 42：2018-2020 年公司及同业研发费用率



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 43：2018-2020 年公司及同业财务费用率



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

## 4. 经营亮点

### 4.1. 营销：20 年广告费 3.96 亿元，线上渠道营销力度不断加强

高度重视品牌形象塑造，20 年广告费投入 3.96 亿元，费用率高于同行。2018-2020 年公司销售费用分别为 9.80/12.10/11.05 亿元，同比+23.5%/-8.6%，其中广告费、工资及福利、业务推广费占比较高。2018-2020 年，公司投入广告费分别为 3.45/4.45/3.96 亿元，同比+29.2%/-11.1%，广告费用率高于同业。公司高度重视品牌形象的塑造，以“老人形象”传递符合产品高端定位的工匠精神，辨识度高。强大的品牌力带动公司收入增长，产品线下销售规模位列行业第一。

图 44：2018-2020 年公司销售费用（亿元）及同比

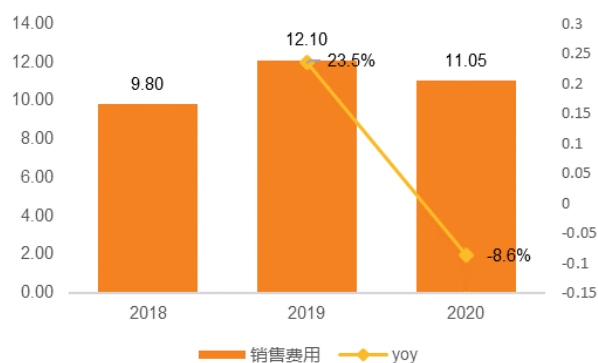
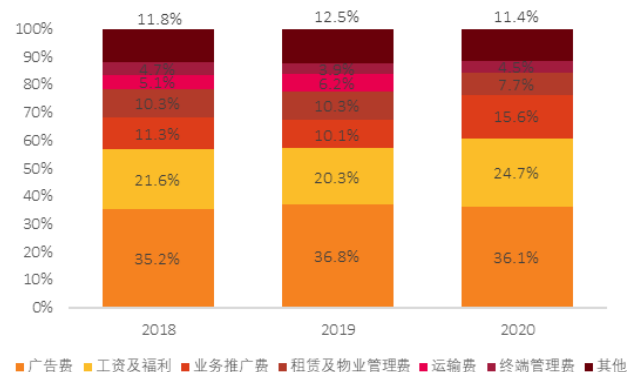


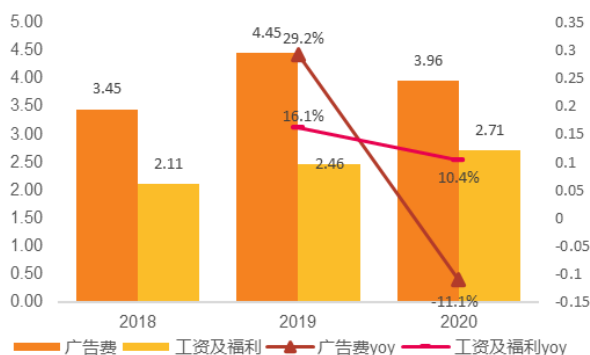
图 45：2018-2020 年公司销售费用构成



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

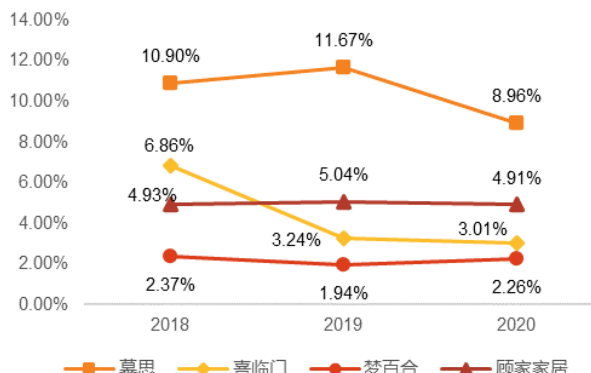
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 46：2018-2020 年广告费、工资福利费（亿元）及同比



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

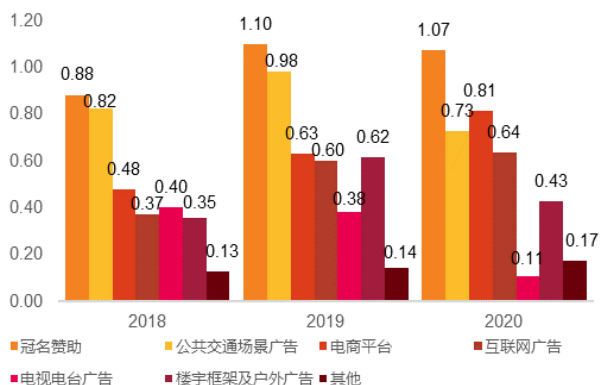
图 47：2018-2020 年公司广告费率



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

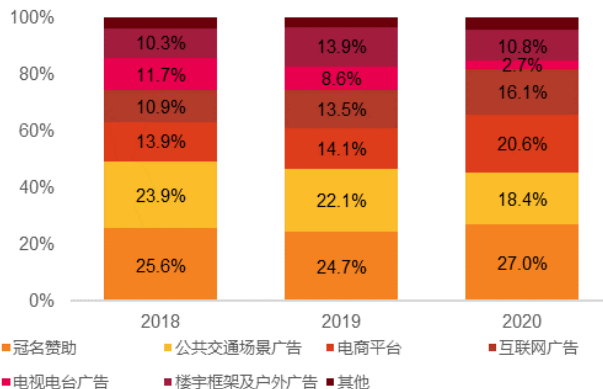
广告投放渠道多元，加大电商平台及互联网广告的投入力度。公司通过多种方式提升品牌形象，包括高铁/机场广告、赞助明星演唱会、体育赛事、冠名热播综艺等，并加强在日常生活场景中的广告投放，距离消费者更近、触达更频繁。广告费拆分来看，冠名赞助、公告交通场景广告、电商平台、互联网广告占比较高，其中电商平台及互联网广告占广告费用比持续提升，分别由 2018 年的 13.9%/10.9% 提升至 2020 年的 20.6%/16.1%，而电视台广告占比由 2018 年的 11.7% 大幅下降至 2020 年的 2.7%，顺应当下新媒体崛起、以及线上购物习惯逐步养成的趋势。

图 48：2018-2020 年各项广告费用（亿元）



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 49：2018-2020 年广告费用构成



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 50：慕思经典“老人形象”

图 51：赞助中国女排



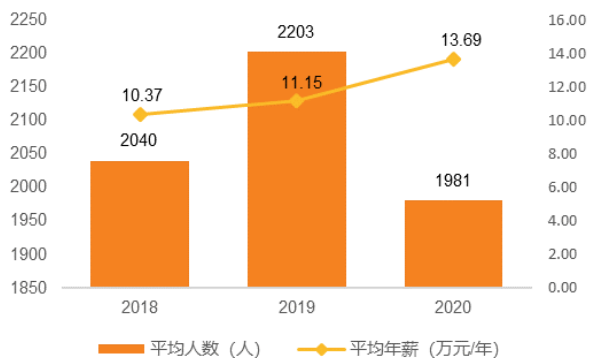
资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

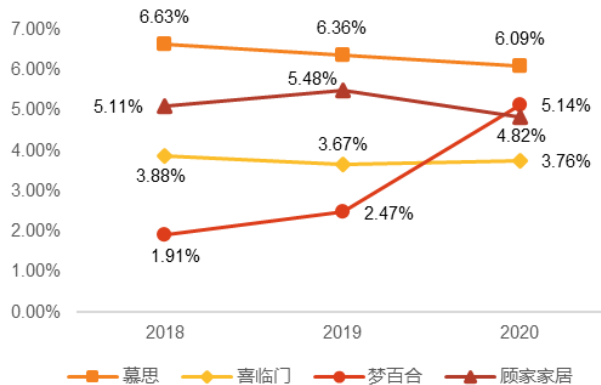
**销售人员工资与福利费用率高于同业，团队人效稳步提升。**2018-2020 年公司销售人员薪酬呈增长趋势，同比+7.6%/+22.8%，20 年增幅明显系疫情期间加大激励力度。公司销售人员工资与福利费用率高于同业，2018-2020 年期间呈下降趋势，人效逐步提升。

图 52：2018-2020 年销售人员平均人数及平均薪酬



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 53：2018-2020 年公司 &amp; 同业销售人员工资与福利费用率



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

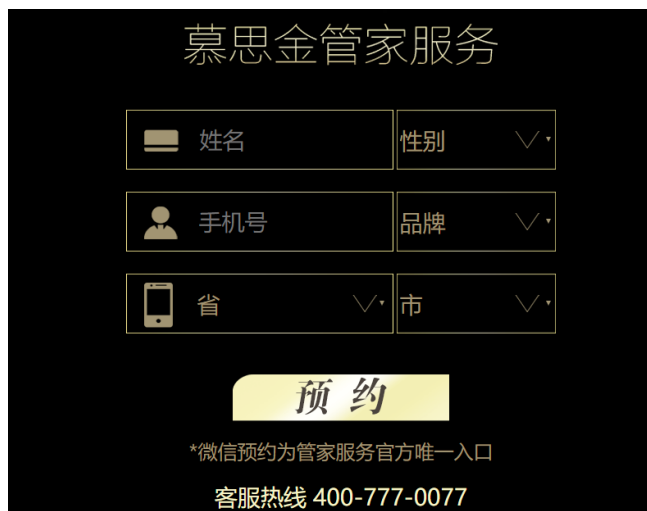
**公司相比于行业更重售后服务，优质服务体验提升客户粘性。**公司提供覆盖售前、售中、售后的全过程服务体验，包括除尘除螨、皮床保养、拆洗拆装等形式多样的增值服务，并在圣诞节为客户送上节日礼物。通过持续提供服务，积累了一批优质、稳定的客户。

图 54：消费者可通过慕思公众号预约除螨/机场 VIP 服务



资料来源：慕思官方微信公众号，天风证券研究所

图 55：通过微信公众号等形式服务终端客户



资料来源：慕思官方微信公众号，天风证券研究所

拟投入 2.48 亿元，搭建数字化营销体系。通过数字化工具推动营销工作向精细化、自动化方向发展，对自有渠道的数据进行一站式管理，将包括短信、小程序、APP、微信公众号、二维码等多个渠道的用户数据汇聚一处，方便形成用户画像，从而更高效地制定出精准的营销计划。通过数字化营销升级，进一步完善线上线下营销网络，降低营销成本，提高市场推广效率，增强客户满意度，最终提升品牌价值。

#### 4.2. 渠道：门店数量业内领先，卡位线下渠道优质位置

已建成以经销为主，直营、直供、电商多种渠道并存，覆盖全国的多元化销售网络。公司拥有 1400 余家经销商、3500 余家专卖店，线下网络覆盖国内 31 个省级行政区、500 余个城市，并积极推动渠道下沉，开拓区、县级城市。传统渠道方面，依托与红星美凯龙、居然之家等大型连锁家具卖场的稳定合作关系，在门店位置、营销资源等方面拥有优势，扩大线下成交场景及流量入口。此外，公司逐步尝试新业态，向社区店、商超、百货等渠道拓展，并通过开设睡眠体验馆，设立体验式消费场景，提高客户的消费体验。

图 56：红星美凯龙上海浦东沪南商场软体区平面图

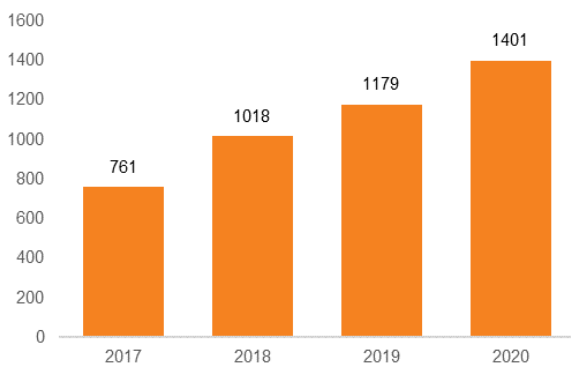


资料来源：红星美凯龙官方微信，天风证券研究所

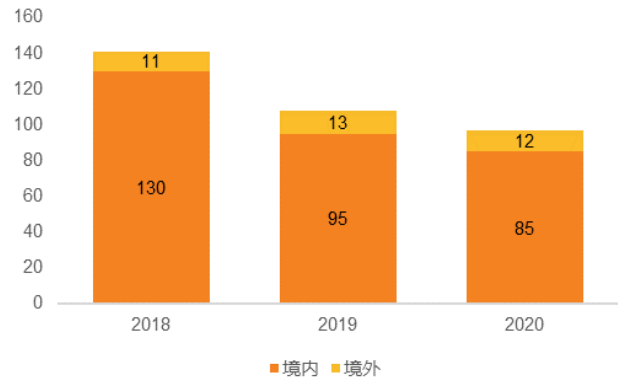
图 57：2017-2020 年经销商数量（个）变化

图 58：2018-2020 年公司直营门店数（个）





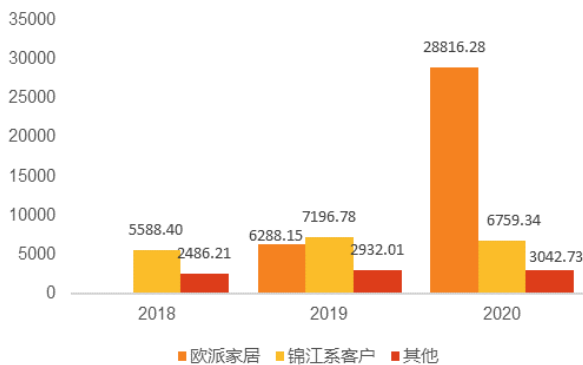
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

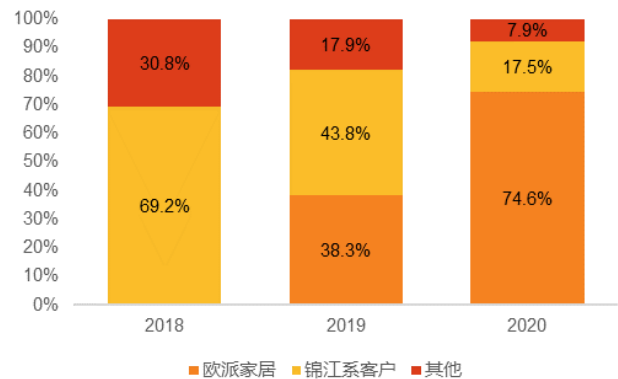
**与产业链相关企业强强联合，拓宽产品销售的流量入口。**公司尝试与定制家具、家纺、建材和酒店管理等知名企业进行合作，已成功与欧派、锦江等建立直供合作模式。2019 年，公司与欧派达成合作，与欧派联合共创“慕思·苏斯”品牌，仅供欧派全渠道销售，当年实现收入 6288 万元，2020 年提升至 2.88 亿元，同比+358.3%，占比由 38.3%迅速扩大至 74.6%，**欧派家居是国内定制行业龙头，具备卧室产品前端引流功能。**产业链相关企业本身自带流量，合作产品一般具有标准化、规模化特点，一旦合作确定，销售规模或将迅速扩大，增厚公司收入。

图 59：2018-2020 年公司直供渠道主要客户销售额（万元）



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 60：2018-2020 年公司直供渠道主要客户销售额占直供渠道比



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

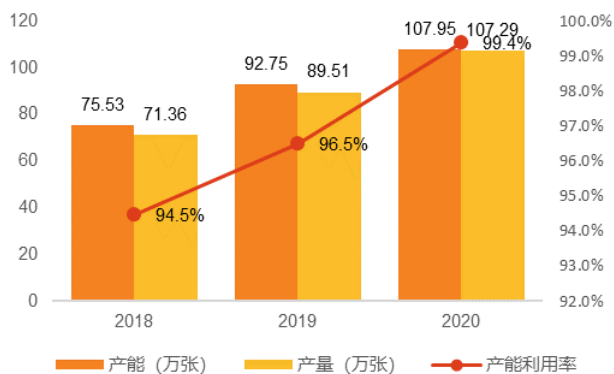
#### 4.3. 产品：重视产品体验&产品品质，单位成品持续优化

**与国际设计师合作提升产品设计，不断加大新材料、新技术应用。**公司聘请欧洲设计师，将人体工程学、时尚艺术感等要素融入产品设计，积极探索新材料在家居产品方面的应用，引入 3D 棉、防螨布、太空树脂球、石墨烯乳胶等多种创新材料，推出多款引领市场的产品，其中 3D 床垫从 2007 年推出至今，通过不断创新升级，截至 2020 年已销售近 20 万张。

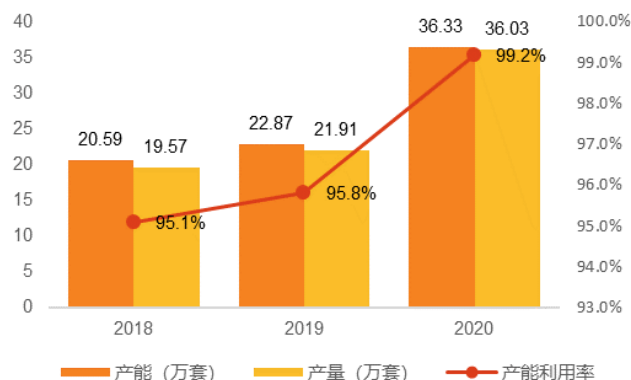
**产品受到市场认可，产量、销量持续提升。**公司采用“以销定产为主，备货生产为辅”的生产模式，故产销率保持高位。2018-2020 年公司床垫产量由 71.36 万张提升至 107.29 万张，床架产量由 19.57 万张提升至 36.03 万张。2018-2020 年床垫产能利用率由 94.5%提升至 99.4%，床架产能利用率由 95.1%提升至 99.2%，20 年产能利用率均接近 100%，已达瓶颈。募投项目达产后，公司将新增床垫产能 95 万张、床架产能 15 万套，收入规模将进一步扩大。

图 61：2018-2020 年床垫产能、产量、产能利用率

图 62：2018-2020 年床架产能、产量、产能利用率

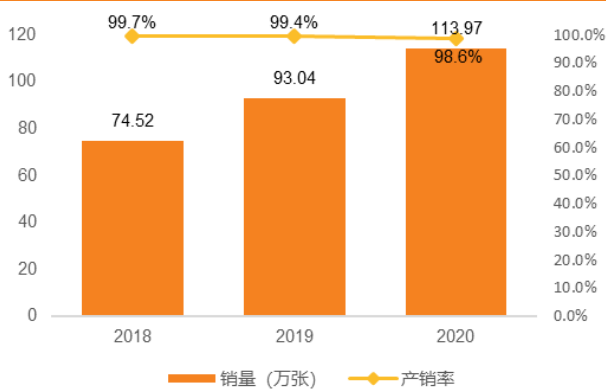


资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

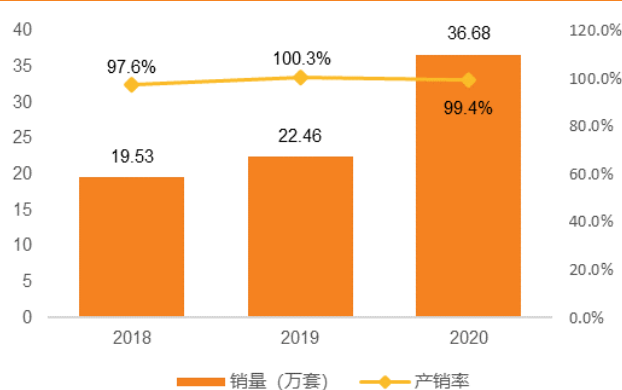
图 63：2018-2020 年床垫销量、产销量、产能利用率



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

注：产销量=销量/（产量+外采量）

图 64：2018-2020 年床架销量、产销量、产能利用率

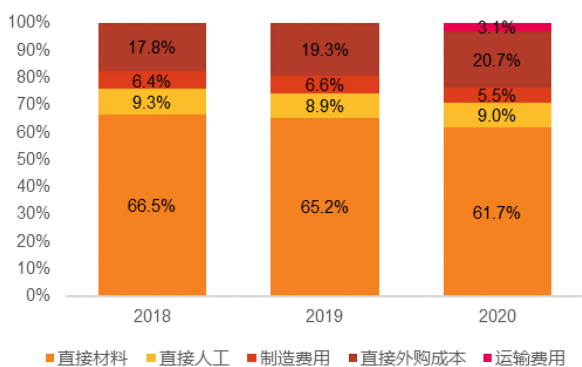


资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

注：产销量=销量/（产量+外采量）

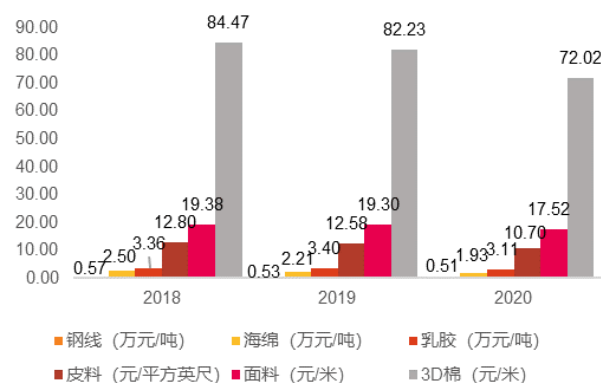
成本控制能力不断增强，产品单位成本逐步下降。2018-2020 年，公司直接材料占主营业务成本的比例分别为 66.5%/65.2%/61.7%，其中主要原材料为面料、海绵、皮料、钢线、乳胶和 3D 棉等，占直接材料的 60%。2018-2020 年，公司主要原材料采购单价、产品单位成本均基本保持下降趋势。公司东莞、嘉兴生产基地位于软体家具产业聚集区，生产所需的原材料及配件齐全，成熟的产业链为公司带来一定成本优势。此外，公司的智能化工厂配套了智能决策管理平台，通过软件打通生产流程，提高了生产效率，有效降低了生产成本。

图 65：2018-2020 年公司主营业务成本构成



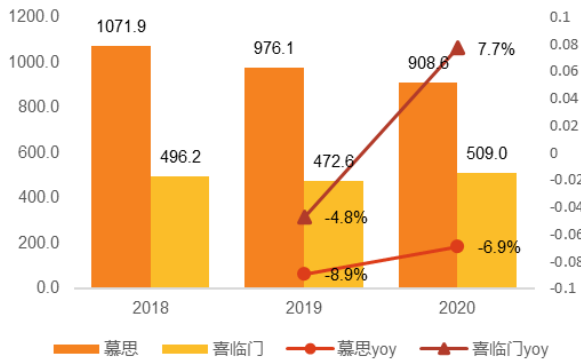
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 66：2018-2020 年公司主要原材料采购单价



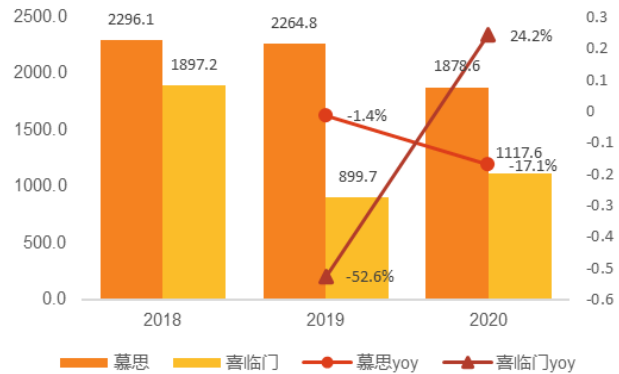
资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

图 67：2018-2020 年公司及同业床垫单位成本（元/张）



资料来源：慕思招股说明书（申报稿），喜临门年报，天风证券研究所

图 68：2018-2020 年公司及同业床架单位成本（元/套）



资料来源：慕思招股说明书（申报稿），喜临门年报，天风证券研究所

## 5. 总结及风险提示

### 5.1. 总结

慕思健康睡眠股份有限公司，创立于 2004 年，致力于健康睡眠系统的研发、生产和销售，旗下拥有慕思、慕思国际、慕思沙发、慕思美居、V6 家居、TRECA 崔作和思丽德赛七大主品牌，产品包含床垫、床架、床品、沙发等，定位中高端。公司销售渠道以经销为主，目前拥有 1400 多家经销商和 3500 多家线下专卖店，覆盖全国 500 多个城市，此外在澳大利亚、美国、意大利、德国等 20 多个国家或地区设有专卖店。本次上市拟募集资金 19 亿元，投入产能扩建、数字化营销及研发中心建设项目，达产后公司将新增床垫产能 95 万张、床架产能 15 万套。

**2019 年我国床垫市场规模达 83.42 亿美元，渗透率、集中度仍有较大提升空间。**2010-2019 年我国床垫行业消费规模由 38.71 亿美元提升至 83.42 亿美元，CAGR 为 8.9%，已成为仅次于美国的全球第二大床垫消费国。我国床垫行业渗透率为 60%，较发达国家 85% 的渗透率仍有差距。随着城市化进程持续推进、居民人均可支配收入提升，更多的消费者开始使用床垫、加快床垫换新周期，推动行业整体扩容。2019 年我国床垫行业 CR5 合计约 15.99%，具备品牌优势、产品力强、渠道布局完善的龙头企业将进入快速扩张通道。

**公司 20 年实现总收入 44.52 亿元，同比+15.3%，床垫及床架为主要收入来源，渠道以经销为主。**2018-2020 年，公司实现营业收入分别为 31.88/38.62/44.52 亿元，同比分别+21.2%/+15.3%，保持稳步增长。分产品看，2020 年床垫/床架收入分别为 23.96/11.72 亿元，同比分别+6.4%/+32.1%，合计占比超过 80%，为公司最主要的收入来源。分渠道看，2018-2020 年经销渠道收入分别为 23.99/27.03/30.51 亿元，同比分别+12.7%/+12.9%，占主营业务收入比保持 70% 左右。直供渠道采用与产业链中其他企业合作的模式，客户包括锦江系酒店、欧派等，2020 年实现收入 3.86 亿元，同比+135.2%。

**公司 20 年归母净利润为 5.36 亿元，盈利能力处于行业前列。**2018-2020 年公司归母净利润分别为 2.16/3.33/5.36 亿元，同比+53.9%/+61.1%。同期，毛利率分别为 49.1%/53.5%/49.3%，净利率分别为 6.8%/8.6%/12.1%，得益于品牌溢价及销售渠道优势，公司毛利率领先，盈利能力整体处于行业前列。

**广告费投入高于同业，线上营销力度不断加强，中高端品牌形象深入人心。**20 年公司广告费投入 3.96 亿元，费用率高于同业。公司以“老人形象”传递符合产品高端定位的工匠精神，辨识度高，综合利用高铁、机场、综艺冠名、体育赛事赞助等多种广告投放途径，其中线上渠道投放占比不断提升，顺应新媒体崛起及购物习惯转变的趋势。凭借强大的品牌影响力，公司产品线下销售规模位列行业第一。

**红星美凯龙、居然之家、欧派家居参与持股，渠道优势突出。**公司目前拥有 3500 余家线

下专卖店，依托与红星美凯龙、居然之家等大型连锁家具卖场的稳定合作关系，在门店位置、营销资源等方面拥有更多优势。此外，公司逐步尝试与产业链相关企业合作，已成功与欧派、锦江等建立直供合作模式，积极拓宽产品销售渠道。

**产品产量、销量持续提升，产能利用率已达瓶颈，产品单位成本逐步下降。**2018-2020 年公司床垫产量由 71.36 万张提升至 107.29 万张，床架产量由 19.57 万张提升至 36.03 万张，2020 年床垫及床架的产能利用率均接近 100%。2018-2020 年，公司主要原材料采购单价、产品单位成本均基本保持下降趋势，一方面得益于生产基地地处软体家具产业聚集区、配套产业链成熟，另一方面得益于公司成本控制能力不断增强，利用数字化手段提高生产效率，降低生产成本。

## 5.2. 风险提示

**地产交付不及预期：**床垫行业需求与地产景气度具有一定联系，若新房交付放缓、二手房交易下降，或将对床垫产品的需求造成一定影响；

**行业竞争加剧：**随着消费者对睡眠质量的重视、对高品质床垫产品的追求，吸引更多的国内外品牌进入行业，行业竞争有所加剧；

**原材料价格波动风险：**直接材料占主营业务成本比约 60%，若主要原材料价格发生波动，将对公司盈利能力造成一定压力；

**募投项目建设不及预期：**募投项目虽经过可行性论证，但尚未落实，若建设进度不及预期，将对公司业绩造成一定影响。



### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com