

➤ **横向对比油烟机行业，高集中度+高端化。** 1) 油烟机 vs 床垫：产品简单，高后悔成本+高频使用塑造品牌溢价。同样作为房地产后周期行业的床垫和油烟机品类有其相似点，均具备高品牌溢价，且产品创新曲线平缓，通过高费用率、高毛利率的飞轮实现增长。跨界竞争对手美的、苏泊尔由于品牌力不足，低价竞争结果不佳。2) 老板电器坚持营销驱动+顺应渠道变化布局实现飞轮正循环。3) **品牌第一性原理，行业集中度持续提升。** 2010年1月-2022年9月，老板电器的零售量/零售额份额从10%/15%提升至27%/32%，行业零售量/零售额CR2从19%/30%提升至49%/61%，且销售均价持续提升。4) **不同点：价格带宽度差异带来集中度提升路径不同。** 床垫价格带显著宽于油烟机，单一品牌很难覆盖全价格带实现高市占率，需要外延收购获取更宽的品牌价格带推进集中。

➤ **复盘美国床垫发展历史，行业具备持续整合潜力，且具有较强韧性。** 1) **房地产下行周期，床垫行业韧性强。** 1984-1991年和2004-2009年的房地产下行周期中，床垫出货/家具消费增速CAGR为4.94%/4.20%和-0.35%/-3.51%，床垫行业显现出较强的韧性。床垫的抗周期能力来自于高后悔成本助力提价、换新需求支撑销量。2012-2021年，美国床垫市场出货额CAGR为4.3%，其中量/价CAGR为0.5%/3.8%，品类具备提价能力。1993-2007年间美国70%床垫消费由换新需求驱动，受房地产市场影响相对较小。2) **行业整合潜力较大。** 2019年美国床垫行业CR5达54.7%，2022年中国床垫行业CR5仅21.29%。床垫品类生产端具备规模优势，同时高毛利率高销售费用率正向循环的商业模式阻挡了外来者进入，行业强者恒强，龙头竞争优势显著。复盘美国床垫行业，前期产品+中期营销+横向并购驱动行业整合。市场下行周期中，横向并购整合或增加。

➤ **结论：床垫行业营销驱动，新进入者难以成功，龙头越大越强。** 1) 床垫属于营销型产品，而非产品型或渠道型产品。床垫是长使用时间的产品，同时能够决定生活体验，且运输较为困难，带来了床垫的高后悔成本，品牌对产品质量的背书至关重要，因此对营销的依赖较高。2) 价格战及跨界竞争很难成功，新进入者品牌认知度、企业基因不同，虽然完成0→1可行，但1→10的过程比较困难；3) 床垫属于越大越强的生意，存量竞争背景下，行业流量越发分散，品牌力的打造难度加大，赛道极差会拉大，后续关注市场下行周期中，并购事件增加。

➤ **投资建议：** 得益于较高的提价能力和持续增加的换新需求，量价齐升下床垫行业抗周期能力强。对标美国，我国床垫行业的集中度仍有较大提升空间。床垫属于营销驱动型行业，存量竞争背景下流量越发分散，品牌力的打造更为困难，而龙头企业深耕多年，可以通过深化多年积累的品牌形象打造差异化，具有先发优势，外来者进入较为困难。同时对标美国，行业承压背景下床垫行业有望进入并购整合阶段，集中度有望提升，推荐床垫行业龙头企业慕思股份和喜临门。

➤ **风险提示：** 房地产销售不及预期，终端渠道拓展不及预期，原材料价格波动。

## 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
001323.SZ	慕思股份	31.05	1.77	2.03	2.26	18	15	14	推荐
603008.SH	喜临门	18.30	0.61	1.42	1.66	30	13	11	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2023年12月5日收盘价)

## 推荐

## 维持评级



**分析师 徐皓亮**

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

**研究助理 谭雅轩**

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

## 相关研究

- 造纸行业点评：当前时点，造纸投资再思考-2023/12/04
- “碳中和”深度报告：一文读懂CCUS-2023/12/03
- MRO产业复盘专题：20年20倍，固安捷成长启示录-2023/11/24
- 轻工行业2023年三季度业绩综述：分化，突围-2023/11/03
- “碳中和”事件点评：CCER首批方法学发布，政策发布节奏提速-2023/10/25

# 目录

<b>1 换新需求（量增）+提价能力（价增），床垫的抗地产周期属性较强</b> .....	<b>3</b>
1.1 房地产下行周期，床垫市场下滑幅度更低.....	3
1.2 高后悔成本助力提价，换新需求支撑销量，带来床垫行业高韧性.....	4
1.3 中国床垫市场：换新驱动量增，提价驱动价增，行业规模依然有提升空间.....	13
<b>2 创新曲线平缓&amp;品牌渐入人心，行业马太效应逐步凸显</b> .....	<b>16</b>
2.1 我国床垫行业集中度仍有较大提升空间.....	16
2.2 规模优势+高毛利率高销售费用率正向循环，行业强者恒强.....	17
2.3 复盘美国床垫行业，前期产品+中期营销+横向并购驱动行业整合.....	20
2.4 展望我国市场：渐进成熟期，行业有望迈向整合大时代.....	33
<b>3 油烟机行业 vs 床垫行业：说好品牌的故事，借助飞轮实现增长</b> .....	<b>37</b>
3.1 油烟机 vs 床垫：产品简单，高后悔成本+高频使用塑造品牌溢价.....	37
3.2 向老板电器学习，坚持营销驱动+顺应渠道变化实现飞轮正循环.....	39
3.3 品牌第一性原理，行业集中度持续提升.....	43
3.4 不同点：价格带宽度差异带来集中度提升路径不同.....	45
<b>4 重点公司：行业龙头多品牌、多品类、多渠道布局</b> .....	<b>47</b>
4.1 慕思股份：品牌优质，现金流充足.....	47
4.2 喜临门：宽价格带覆盖，电商渠道领先.....	50
<b>5 投资建议</b> .....	<b>52</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>52</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>53</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>54</b>

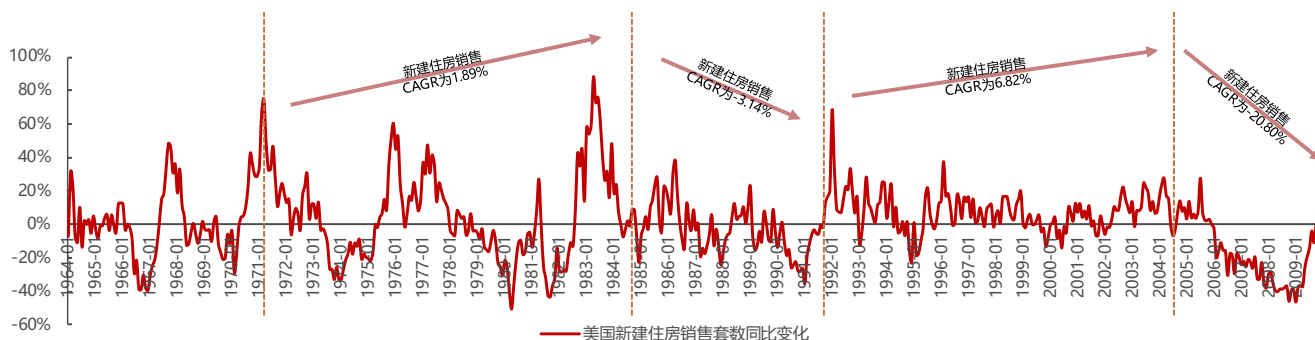
# 1 换新需求（量增）+提价能力（价增），床垫的抗地产周期属性较强

复盘美国两轮房地产下行周期，相比其他家具品类，床垫的抗周期能力更强。究其原因，我们认为床垫品类：1) 使用体验可感知，且睡眠愈发重要背景下消费者愿买单；2) 产品持续升级+持续消费者教育，可以持续享受品牌/产品溢价；3) 美国 70%床垫购买由换新需求驱动，相较于其他品类对地产周期敏感度低。

## 1.1 房地产下行周期，床垫市场下滑幅度更低

美国房地产周期性波动显著。美国房地产市场第一次地产泡沫出现在 1923 年，由于经济快速发展和旅游行业景气带动房价上涨，投资者的过度投机行为导致地产泡沫破裂，引发美国经济大萧条。进入 70 年代后，美国房地产市场波动较小，经历了两次短周期波动。从 90 年代中期美国房地产市场开始迎来了长达十几年的繁荣景象，宽松的金融环境使得房价节节攀升。2004 年美联储为了抑制过热的经济多次加息，这也导致次贷违约频频发生，最后产生了 2007 年的席卷全球的次贷危机。

图1：美国房地产发展阶段划分



资料来源：wind，民生证券研究院

**提价能力+换新驱动，在房地产下行周期，床垫市场下滑幅度低于家具整体。**作为房地产后周期行业，家居产品销售受到房地产市场景气度影响较大，在房地产销售下行阶段，家居行业增速下滑或规模萎缩，在房地产上行阶段，家居行业持续增长。而在家居细分行业中，床垫由于换新需求占比高、拥有提价能力等原因，更能抵抗房地产行业下行，在房地产下行周期中韧性更强。

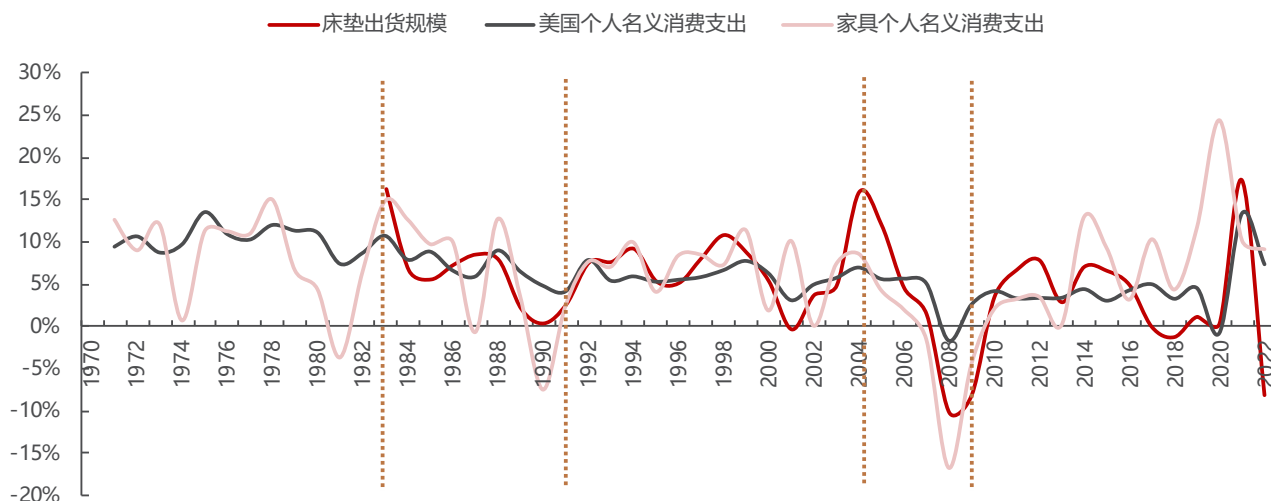
回顾 1984-2009 年间的 3 个房地产周期，床垫在下行周期中韧性更强：

- 1984-1991 的房地产下行周期中，床垫行业规模及家具整体支出 CAGR 均为正，但床垫增速 CAGR (4.94%) 高于家具 (4.20%)，且波动幅度较小。
- 1991-2004 年的房地产上行周期中，家具及床垫均维持增长，两者增幅相差不大，床垫 (7.09%) 和家具整体 (7.15%) 表现相当。
- 2004-2009 年的房地产下行周期中，床垫市场规模下滑幅度 (-0.35%) 显著低于家具整体 (-3.51%)，显现出较强的韧性。

**表1：美国三个房地产阶段中床垫规模及家具整体支出 CAGR**

	美国个人消费支出	家具支出	床垫规模
1984-1991	6.53%	4.20%	4.94%
1991-2004	5.93%	7.15%	7.09%
2004-2009	3.40%	-3.51%	-0.35%

资料来源：ISPA, sleep number 年报, Bloomberg, 民生证券研究院

**图2：在房地产下行周期，床垫市场规模增速波动低于家具消费增速波动**


资料来源：Bloomberg, sleep number 年报, ISPA, 民生证券研究院

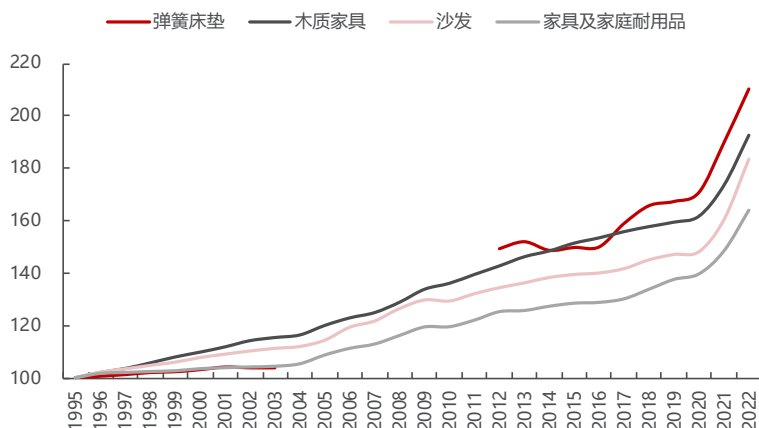
## 1.2 高后悔成本助力提价，换新需求支撑销量，带来床垫行业高韧性

美国床垫行业增长主要来自价增。据 ISPA 数据，1984-2004 年，美国床垫市场出货额 CAGR 为 6.3%，其中量/价 CAGR 分别为 2.6%/3.6%；2003-2012 年，美国床垫市场出货额 CAGR 为 3.48%，根据美国生产者价格指数数据，同期弹簧床垫价格指数 CAGR 为 4.13%，因此我们预计同期床垫销量下滑；2012-2021 年，美国床垫市场出货额 CAGR 为 4.3%，其中量/价 CAGR 分别为 0.5%/3.8%。

美国床垫品类价格增长高于其他家具品类。对比床垫及木质家具、沙发和家具

整体，床垫生产者价格指数增长最高。2012-2022 年间，弹簧床垫生产者价格指数从 149 提升至 211（1995 年=100，下同），CAGR 为 3.49%，同期木质家具/沙发/家具整体 CAGR 分别为 3.04%/3.17%/2.73%，床垫价格增速最高。

图3：美国生产者价格指数



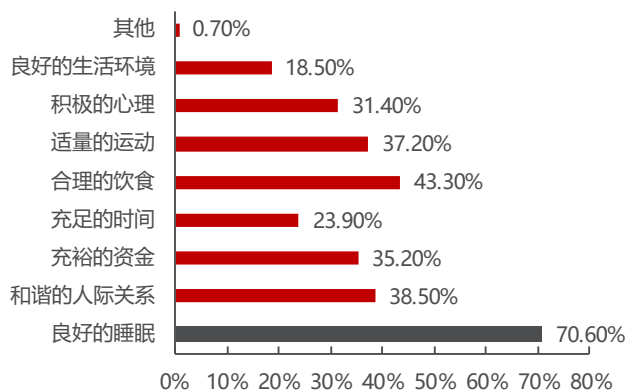
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

### 1.2.1 消费者对床垫产品可感知且愿买单

床垫直接影响睡眠质量，消费者后悔成本相对较高，且对于床垫品牌前期通过持续宣传，逐步完成消费者教育；同时在线下体验过程中，消费者对于床垫的体验和服务有明显的感知，因此相比其他家居类产品，消费者更愿意支付床垫的超额溢价。

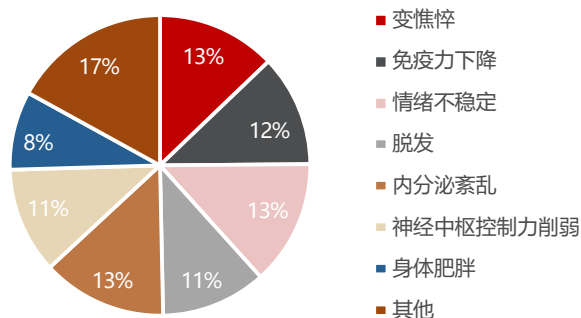
“良好睡眠有益健康”的观念已深入人心。据《2022 中国国民健康睡眠白皮书》显示，70.6%的调研对象认为良好的睡眠有益健康，位列各种有益健康的因素之首。消费者普遍认为睡不好会带来憔悴、免疫力下降、情绪不稳定等问题，睡眠对于健康的重要性已经得到了绝大多数人的认可。

图4：有益健康的影响因素



资料来源：《2022 中国国民健康睡眠白皮书》，民生证券研究院

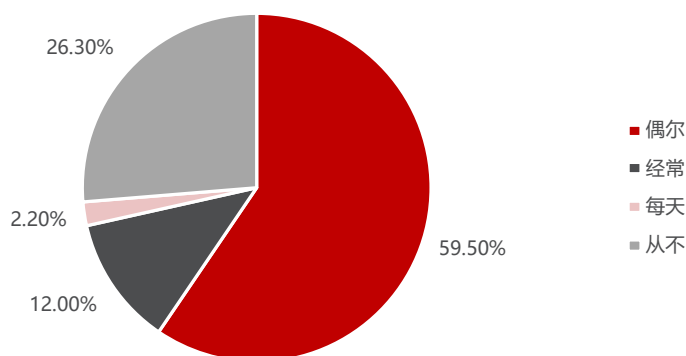
图5：睡不好的影响



资料来源：《2022 中国国民健康睡眠白皮书》，民生证券研究院

**大部分消费者曾有过睡眠相关困扰。**据《2022 中国国民健康睡眠白皮书》调查,近四分之三的受访者曾受到过睡眠困扰,其中入睡难、易醒和失眠是受访者遇到的主要睡眠困扰。在消费者普遍认为“良好睡眠有益健康”的背景下,大多消费者曾有过睡眠困扰,因此会积极寻找相关解决办法,缓解睡眠问题。

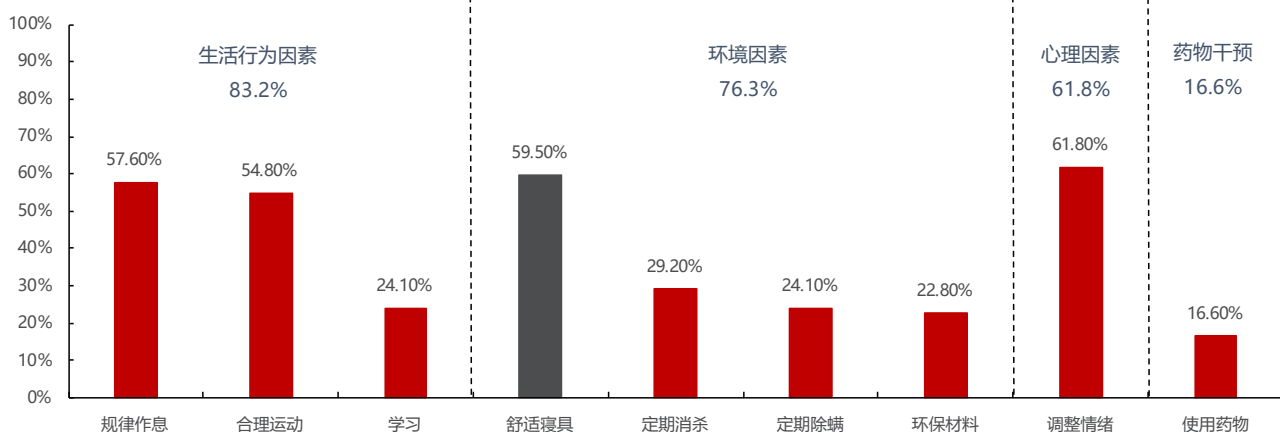
图6: 睡眠困扰频率



资料来源:《2022 中国国民健康睡眠白皮书》, 民生证券研究院

**近 60%的消费者通过更换更舒适的寝具的方式改善睡眠。**据《2023 中国健康睡眠白皮书》,59.5%的受访者通过舒适寝具的方式改善睡眠,位列各种方式第二名(第一名为调整情绪,61.8%)。可见大多消费者认为良好的寝具可以带来更好的睡眠,而睡眠的重要性也越来越深入人心,在此基础上,床垫被赋予的功能性就带来了提价能力的基础。

图7: 受访者选择改善睡眠的方式

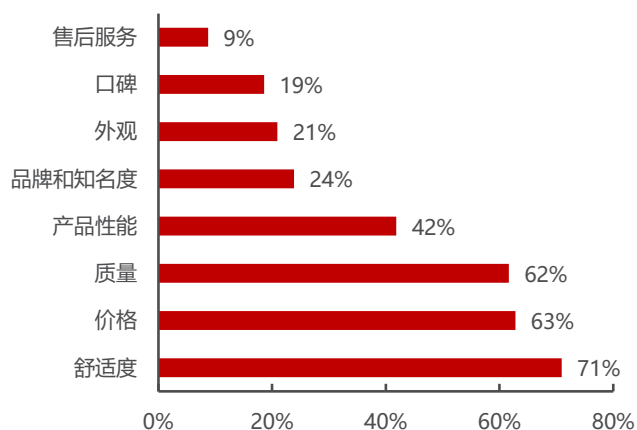


资料来源:《2023 中国健康睡眠白皮书》, 民生证券研究院

**消费者更重视床垫的舒适度、软硬度等功能性特征,价格不是竞争的第一要素。**德国科学杂志 Geo Wissen 公布了一项调查,假设一个人一生可以活 70 年,那么

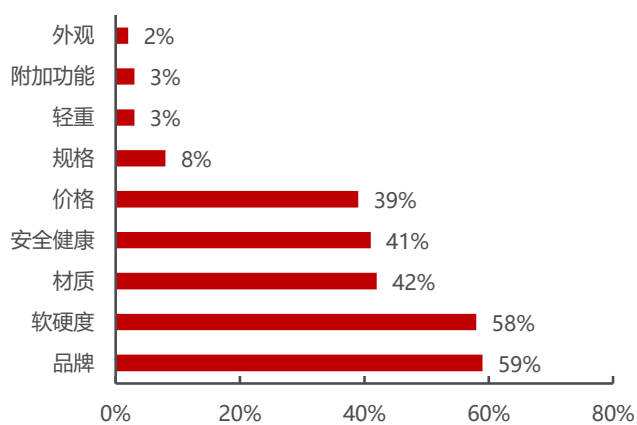
约有 24 年零 4 个月的时间是在床上度过的，因此床垫等相关用品的选择非常重要。据《2021 床垫消费升级趋势调查》，**消费者最关注的是床垫的舒适度 (71%)、价格 (63%) 和质量 (62%)**。与之类似，《天猫 2021 床垫白皮书》，59%的消费者关注产品品牌，58%的消费者关注产品软硬度，价格因素仅占不足 40%。据今日家居调查，68.69%的消费者在购买床垫时关注产品的舒适度，价格因素占比为 57%。

图8：消费者重视的床垫因素排名



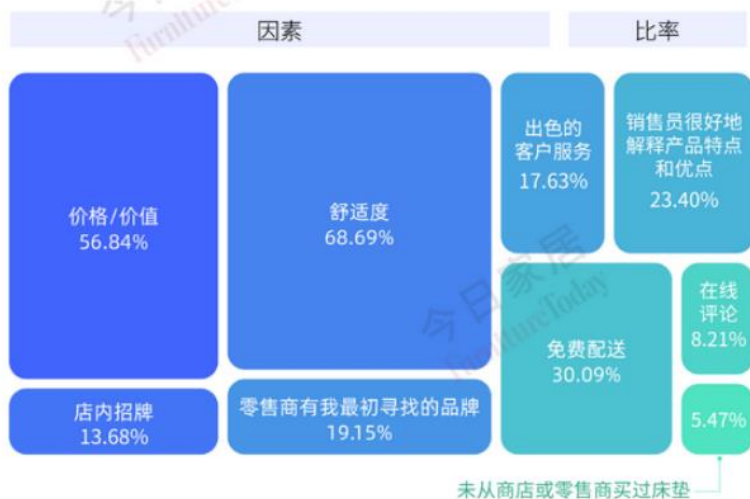
资料来源：《2021 床垫消费升级趋势调查》，民生证券研究院

图9：消费者最关注的决策因子



资料来源：《天猫 2021 床垫白皮书》，民生证券研究院

图10：消费者购买床垫的决定因素

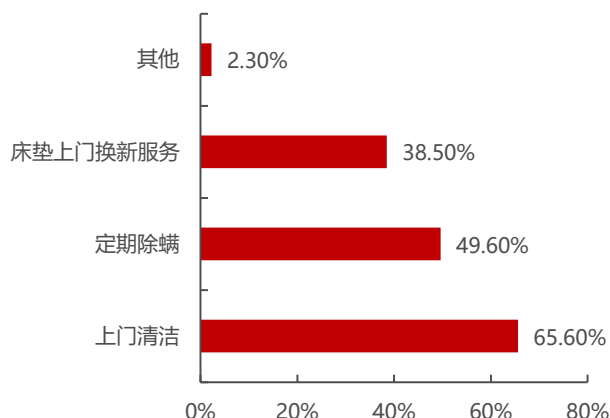


资料来源：今日家居，民生证券研究院

床垫是低更换频率、长使用寿命的产品，因此后悔成本较高，消费者愿意为了较长的使用周期支付溢价。床垫使用周期较长，据人民网数据，推荐的床垫使用时间为 5-10 年，但我国消费者床垫更换周期相较发达国家更长，消费者对于长使用寿命的产品往往愿意支付更高的价格。

**床垫附加服务带来溢价。**《2021 床垫消费升级趋势调查》显示，半数消费者希望床垫品牌提供床垫上门换新、定期除螨、上门清洁的服务，如慕思金管家服务提供上门除螨、保养等服务，并每年寄送礼品。此外，许多品牌推出了免费试睡政策，其中梦百合推出试睡 180 天，喜临门、慕思、舒达等品牌可以试睡 100 天，在试睡期间如果不满意可以无理由退货，一定程度上降低了床垫购买的“试错成本”。

**图11：消费者希望床垫品牌提供的售后服务**



资料来源：《2021 床垫消费升级趋势调查》，民生证券研究院

**表2：部分品牌的试睡服务**

品牌	试睡天数
梦百合	180 天
喜临门	100 天
慕思	100 天
舒达	100 天
斯林百兰	100 天
梦神	100 天

资料来源：淘宝，民生证券研究院

### 1.2.2 床垫产品微创新及持续消费者教育带来提价

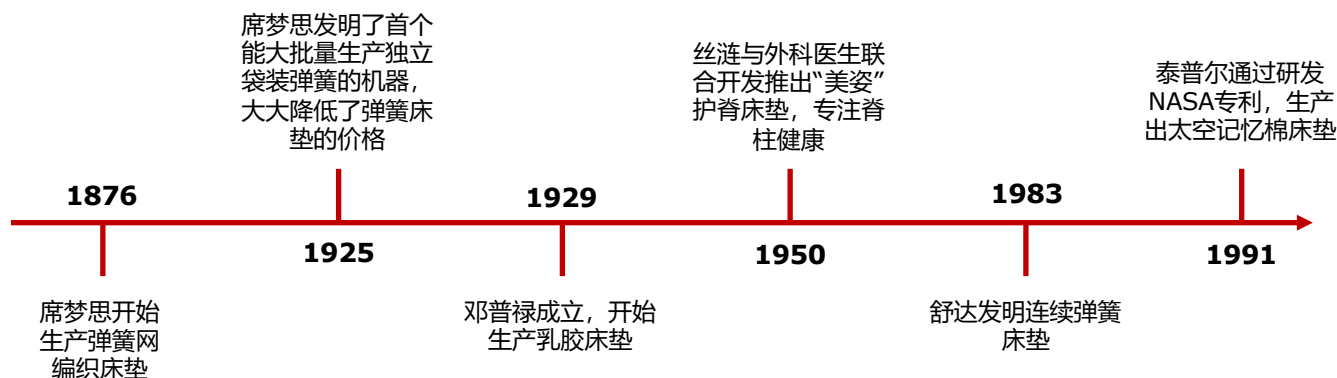
**多种材质的床垫体验及价格各不相同。**睡眠寝具对于一个家庭不可或缺，最早的寝具主要是枯草芦苇、兽皮。随着经济社会的发展，人们对寝具舒适度的要求也不断提高，除部分使用火炕的家庭外，由于床垫具有良好的支撑性和稳定性，床垫成为大多数家庭的必需品。当前，我国家居市场上的床垫种类多样，根据不同制作材料可以分成弹簧床垫、乳胶床垫、海绵床垫、记忆棉床垫、棕桐床垫和其他材料床垫。

**表3：不同种类床垫的特点**

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	支撑性较差，易变形，产品容易变硬；价格较高
棕桐床垫	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；植物纤维材质，易生虫；易变形
其他材料床垫	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，民生证券研究院

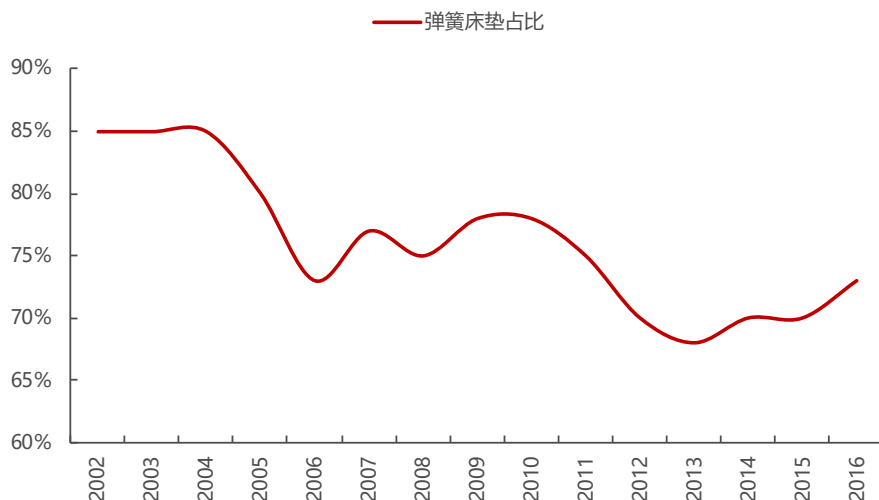
**床垫产品创新主要是材质创新。**弹簧床垫方面，1876年席梦思生产出第一张弹簧床垫，人类床垫史完成了从“硬板床”到“弹簧床”的革命性改变。随后在1925年席梦思再次研发出独立弹簧床垫“甜梦”系列床垫，独立弹簧结构增强稳定性，进一步改善弹簧床垫的使用体验。1983年舒达首次推出连续弹簧设计，由一根弹簧从头至脚编织而成，与人体睡眠方向一致，再次改革了弹簧床垫。**材质方面**，1929年邓普禄研发出乳胶材质床垫，使得床垫无需拍鼓或者翻转，就能保持通风透气、经久耐用。1991年，泰普尔研发完善太空科技材料，生产回弹慢、包裹性好的记忆棉床垫。**功效方面**，1950年丝涟成功将“护脊”概念引入床垫的制造中，推出首款“美姿”品牌产品，成为更强承托力的高性能床垫的代名词。

**图12：床垫产品材质创新沿革**


资料来源：邓普禄官网，丝涟官网，we know mattresses，民生证券研究院

**床垫材质和技术的创新升级带来价格提升。**弹簧床垫是最先出现的床垫材质，目前依然是床垫的主流，而众多新材质床垫（记忆棉、乳胶等）的出现使得弹簧床垫占比持续下降，美国弹簧床垫数量占比从2002年的85%下降至2016年73%。而新材质床垫尤其是乳胶床垫价格较高，带动床垫整体价格上行。

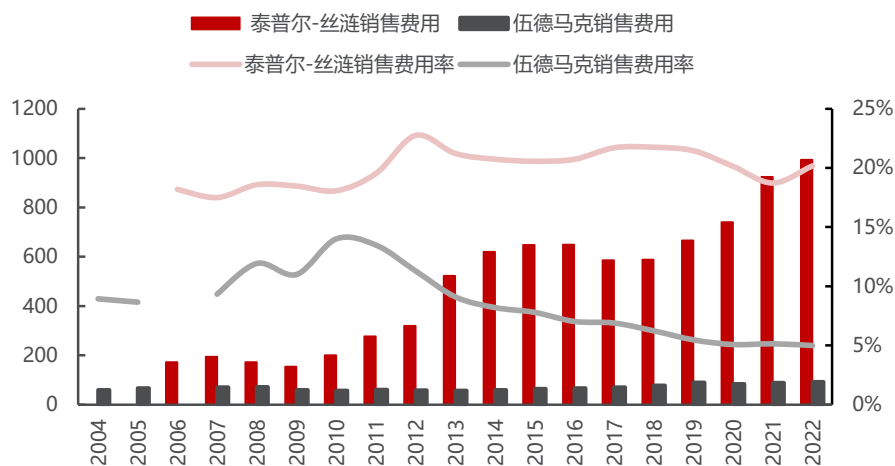
图13: 美国弹簧床垫数量占比



资料来源: sleep number 年报, ISPA, 民生证券研究院

床垫企业普遍通过高销售费用率打造品牌形象、进行消费者教育, 塑造品类和品牌溢价。泰普尔-丝涟的销售费用率常年维持在 20% 以上, 2013-2022 年间销售费用率均值为 21%。在销售费用大幅投放下, 泰普尔-丝涟的营业收入从 24.64 亿美元上涨至 49.21 亿美元, CAGR 为 7.99%。

图14: 泰普尔-丝涟、伍德马克销售费用 (百万美元) 及销售费用率



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

慕思和喜临门持续进行消费者教育。为了让消费者认识到睡眠的重要性及床垫在优质睡眠中的作用, 慕思和喜临门联合中国社会科学院、中国睡眠协会等权威机构连续十多年发布睡眠白皮书和中国睡眠指数, 并推动世界睡眠日等活动, 通过持续性宣传、教育让消费者认识到睡眠的重要性并逐步愿意为优质睡眠支付溢价。

图15: 慕思连续 10 年发布睡眠白皮书



资料来源: 慕思官网, 民生证券研究院

图16: 喜临门连续 11 年发布中国睡眠指数



资料来源: 喜临门官网, 民生证券研究院

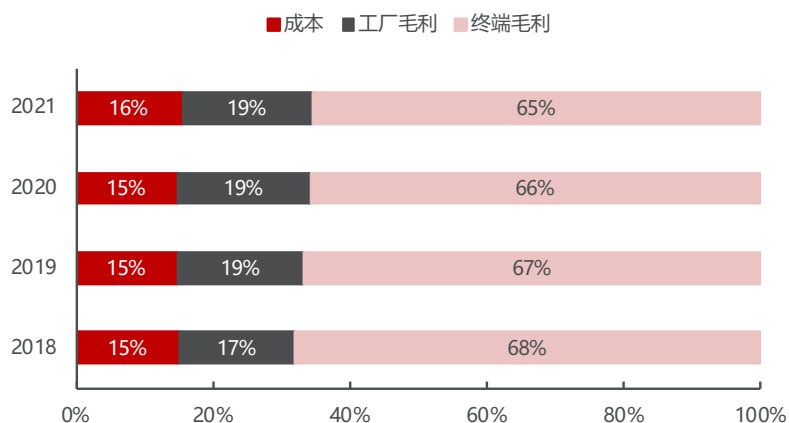
表4: 慕思及喜临门消费者教育

时间	公司	活动名称	宣传内容
2023 年	慕思	新技术增值服务	为消费者提供“睡眠报告、APP 线上睡眠咨询、声音疗法、睡眠知识科普讲座”等一系列增值服务
2023 年 9 月	慕思	慕思好眠开学日	通过央视一套、央视财经、央视频、慕思视频号等 16 大平台同步直播, 慕思在为消费者提供健康睡眠解决方案及服务的过程中, 一直关注用户在睡眠需求上的个体差异, 率行业之先提出“私人定制健康睡眠”的理念
2020 年 3 月	慕思	世界睡眠日大型睡眠科普启动会	采用云发布的形式, 连线北京、上海、广州、东莞四地嘉宾与全国媒体, 共同探讨国人睡眠意识的科普与提升
2020 年	慕思	睡眠讲座	早在疫情期间, 慕思就特邀精神与睡眠医学专家潘集阳分享新冠肺炎下心理与睡眠调整妙招, 邀请哈佛大学医学院麻省总医院心身医学博士后王芳, 系统分享缓解疫情压力的方式
2023 年 7 月 18 日	慕思	慕思睡眠博物馆(筹)正式开馆	慕思睡眠博物馆(筹)在广东东莞正式开馆向社会公众开放, 为市民直观系统学习睡眠知识、深度探索睡眠文化提供新去处。
2021 年	喜临门	2021 喜临门中国睡眠指数报告	喜临门提出了业内首个更换床垫标准——“人的一生需要 8 张床垫”的新消费主张
每年	喜临门	《中国睡眠研究报告》	喜临门睡眠研究院主编、中国社会科学院社会学研究所社会心理学研究中心和知萌咨询机构研创, 社会科学文献出版社出版的《中国睡眠研究报告 2023》认为寝具是影响自身睡眠的因素
2022 年 2 月 24 日	喜临门	喜临门睡觉比赛《11 点睡吧》	发起《11 点睡吧》, 倡议“睡吧 118”理念, 号召全民践行喜临门“118 计划”——11 点睡觉、睡够 8 小时、养成早睡习惯、争取活到 118 岁: “我挑战, 珍视每一个安睡的夜晚, 忘掉今天, 不惧明天。我挑战, 以健康睡眠为标准, 以推广健康睡眠为己任。我挑战, 早睡打卡, 践行 118 计划。”邀请明星分享睡眠问题, 睡眠专家分享睡眠的常见问题, 并提出睡眠的重要性

资料来源: 慕思官网, 喜临门官网, 慕思股份公司公告, 民生证券研究院

**消费者可感知、愿买单+产品持续迭代+企业消费者教育, 床垫产品盈利溢价能力较强。**据慕思招股书, 床垫经销价值链中, 床垫产品成本占比约为 15%, 工厂毛利约占 20%, 终端毛利率约占 65%, 终端销售溢价能力强。

图17：慕思股份床垫产品经销渠道价值链分布



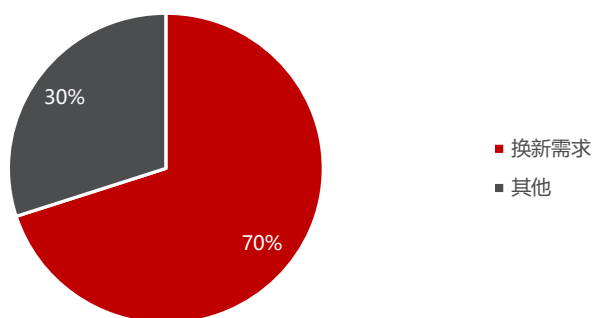
资料来源：慕思股份招股书，民生证券研究院

注：成本为经销渠道产品成本；工厂毛利=经销渠道出厂价-成本；终端毛利=直营渠道出厂价-经销渠道出厂价

### 1.2.3 美国三分之二床垫消费由换新需求驱动，受房地产市场影响相对较小

据丝涟年报，1993-2007年间，美国床垫购买中约70%由换新需求驱动。与厨柜、衣柜等家具品类不同，床垫的可感知性更强，随着使用年限增加，床垫的老化会影响睡眠质量，因此需要换新，具有更强的消费品属性。除了与房地产销售密切相关的装修需求外，亦存在改善体验驱动的换新需求，因此在房地产下行周期中相对其他家具品类更具韧性。

图18：1993-2007年美国床垫销售中换新需求占70%

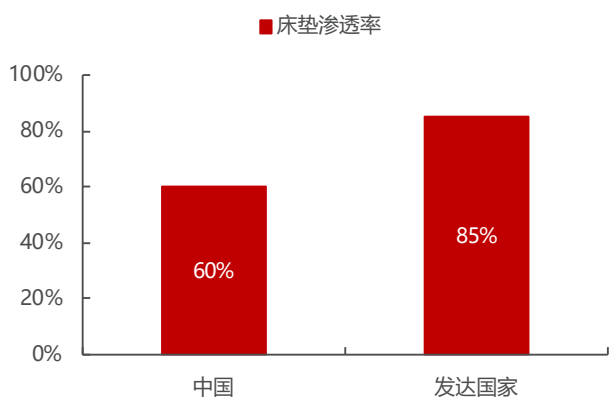


资料来源：丝涟年报，民生证券研究院

### 1.3 中国床垫市场：换新驱动量增，提价驱动价增，行业规模依然有提升空间

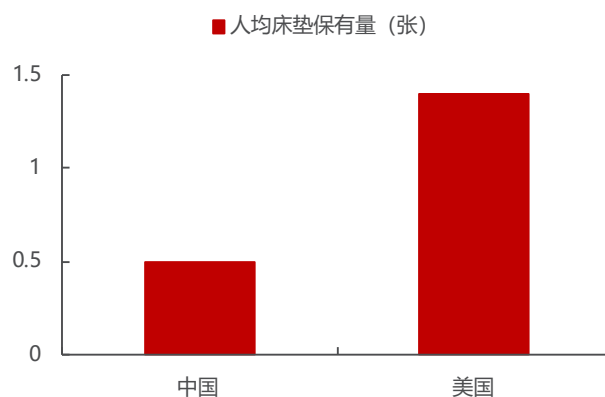
床垫渗透率仍有进一步提升空间。目前我国床垫渗透率为 60%，而发达国家床垫渗透率为 85%，同时，人均床垫保有量方面，我国人均床垫保有量 0.5 张，美国人均床垫保有量 1.3-1.5 张。我们预计，随着我国城镇化水平进一步提升及人们生活水平提升，床垫渗透率仍有进一步提升空间。

图19：中国及发达国家床垫渗透率对比



资料来源：知萌咨询，民生证券研究院

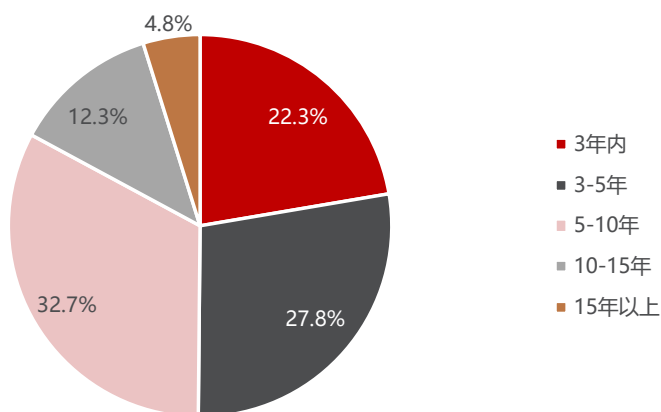
图20：中美人均床垫保有量对比



资料来源：知萌咨询，民生证券研究院

对比美国，我国消费者的床垫更换频率仍有较大提升空间。据《2021 床垫新消费趋势报告》，70%的美国家庭平均三年会更换一次床垫，其中约 20%的使用者认为床垫的使用周期最好不超过三年。而中国受访者中，49.8%正在使用超过 5 年的床垫，其中 70、60 后正在使用 10 年以上床垫的比例为 28.6%和 21%。

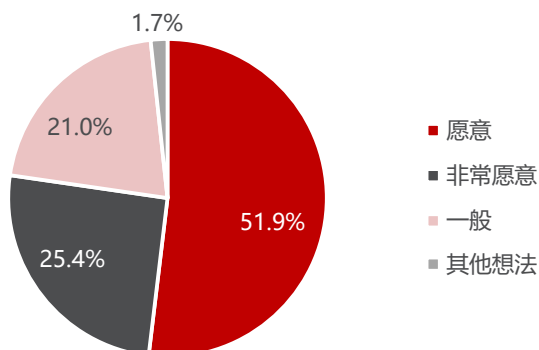
图21：我国消费者床垫使用年限



资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》，民生证券研究院

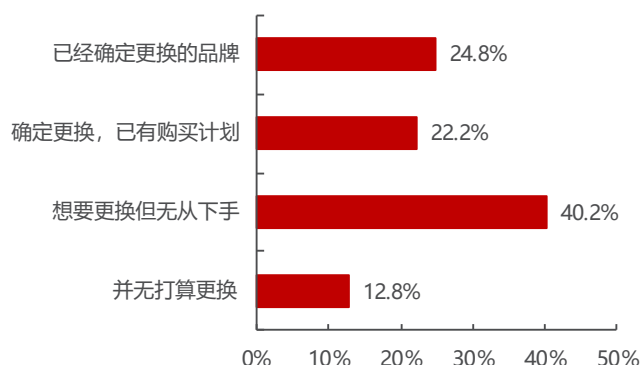
绝大多数消费者认为应该定期更换床垫。77.3%的受访者表示愿意或非常愿意以“5年换床垫，1年换枕头”提升睡眠质量，且有40.2%的受访者表示自己想要更换床垫但无从下手，可见我国床垫换新仍有较大潜力，绝大多数消费者已经意识到应该定期更换床垫，同时床垫企业可以通过宣传推广使得近四成想更换但无从下手的消费者进行床垫更换。

图22：是否愿意“5年换床垫，1年换枕头”



资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》，民生证券研究院

图23：当前是否有更换床垫的意愿



资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》，民生证券研究院

我们预计 2023 年我国床垫市场规模 741 亿元，之后每年增速 3.7%-6%左右。据我们测算，2023 年我国床垫市场规模 741 亿元，同比下滑 4.0%，预计后续随着地产销售平稳、存量换新频率提升、价格提升，每年市场规模增速在 3.7%-6%左右。

表5：我国床垫市场规模测算关键假设

预测类别	关键假设
新房需求	1.2023-2026 年住宅销售面积及套数分别下滑 7%/5%/3%/0%，由于新房销售到购买床垫间隔约为 6 个月，因此当年床垫需求用去年新房销售和今年新房销售的均值计算。
	2.每户房间数来自《中国人口普查年鉴 2020》，加权计算了城市和镇，剔除乡村，2010-2026 年间按 CAGR 0.4%增长
	3.渗透率：知萌咨询数据，2019 年中国床垫渗透率 60%，假设新房渗透率 85%，存量房 50%，新房每年按 1%增长，存量房按每年 0.5%增长
	4.平均床垫单价：假设 2022 年新房床垫平均出厂价为 1500 元，每年增长 3%
存量换新需求	1.城镇家庭户数来自《中国人口普查年鉴 2020》，加权计算了城市和镇，剔除乡村
	2.人均房间数来自《中国人口普查年鉴 2020》，加权计算了城市和镇，剔除乡村，假设 2020-2026 年间每年增长 1%
	3.床垫更换率：假设 2022 年平均更换时间为 12 年，更换率 8.3%，每年增长 0.3%
	4.平均床垫单价：假设 2022 年存量换新床垫平均出厂价为 1000 元，每年增长 3%

资料来源：国家统计局，知萌咨询，民生证券研究院

表6：我国床垫市场规模测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>新房需求</b>									
住宅销售面积 (亿方)	14.78	15.01	15.49	15.65	11.46	10.66	10.12	9.82	9.82
yoy	2.1%	1.6%	3.2%	1.1%	-26.8%	-7.0%	-5.0%	-3.0%	0.0%
住宅销售套数 (万套)	1,281	1,273	1,304	1,316	960	893	848	823	823
yoy	-0.7%	-0.6%	2.4%	0.9%	-27.0%	-7.0%	-5.0%	-3.0%	0.0%
平均每户住房间数 (间)	2.74	2.75	2.76	2.77	2.79	2.80	2.81	2.82	2.83
渗透率	84.0%	85.0%	86.0%	87.0%	88.0%	89.0%	90.0%	91.0%	92.0%
新房床垫需求 (万张)	2,960	2,988	3,062	3,161	2,789	2,305	2,199	2,143	2,142
平均床垫单价 (元)	1,333	1,373	1,414	1,456	1,500	1,545	1,591	1,639	1,688
市场规模 (亿元)	<b>394</b>	<b>410</b>	<b>433</b>	<b>460</b>	<b>418</b>	<b>356</b>	<b>350</b>	<b>351</b>	<b>362</b>
yoy	4.3%	4.0%	5.6%	6.3%	-9.1%	-14.9%	-1.7%	0.4%	3.0%
<b>存量房置换需求</b>									
城镇家庭户人数 (亿)	7.21	7.43	7.63	7.70	7.78	7.86	7.94	8.02	8.10
家庭户人均房间数 (间)	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06
总房间数 (亿间)	7.65	7.88	8.08	8.16	8.24	8.33	8.41	8.49	8.58
渗透率	49.5%	50.0%	50.5%	51.0%	51.5%	52.0%	52.5%	53.0%	53.5%
床垫保有量 (亿张)	3.78	3.94	4.08	4.16	4.25	4.33	4.42	4.50	4.59
床垫更换率	7.1%	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%
床垫更换量 (万张)	2,699	2,928	3,155	3,344	3,538	3,738	3,945	4,157	4,376
平均床垫单价 (元)	888	915	943	971	1,000	1,030	1,061	1,093	1,126
市场规模 (亿元)	<b>240</b>	<b>268</b>	<b>297</b>	<b>325</b>	<b>354</b>	<b>385</b>	<b>418</b>	<b>454</b>	<b>493</b>
yoy	13.1%	11.7%	11.0%	9.2%	9.0%	8.8%	8.7%	8.5%	8.4%
<b>床垫市场规模</b>									
床垫总需求 (万张)	5,660	5,916	6,217	6,505	6,327	6,044	6,144	6,300	6,518
yoy	5.2%	4.5%	5.1%	4.6%	-2.7%	-4.5%	1.7%	2.5%	3.5%
总市场规模 (亿元)	634	678	730	785	772	741	768	805	854
yoy	7.4%	6.9%	7.7%	7.5%	-1.6%	-4.0%	3.7%	4.8%	6.0%
其中:									
新房需求占比	62.2%	60.5%	59.3%	58.6%	54.2%	48.1%	45.5%	43.6%	42.3%
存量房置换需求占比	37.8%	39.5%	40.7%	41.4%	45.8%	51.9%	54.5%	56.4%	57.7%

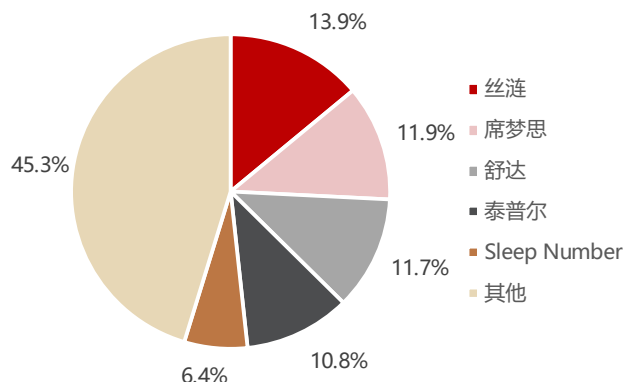
资料来源：同花顺，喜临门公司公告，国家统计局，知萌咨询，民生证券研究院

## 2 创新曲线平缓&品牌渐入人心，行业马太效应逐步凸显

### 2.1 我国床垫行业集中度仍有较大提升空间

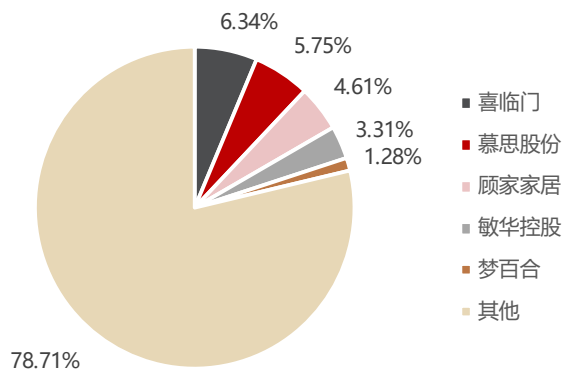
我国床垫市场集中度远低于美国，有较大提升空间。据今日家居，2019年美国床垫行业销售额 CR5 达 54.7%，其中丝涟、席梦思、舒达、泰普尔、Sleep Number 分别占比 13.9%、11.9%、11.7%、10.8%、6.4%。而据我们测算，2022年中国床垫及软床行业 CR5 仅 21.29%，其中喜临门、慕思股份、顾家家居、敏华控股、梦百合分别占比 6.34%、5.75%、4.61%、3.31%、1.28%。

图24：2019年美国床垫行业 CR5



资料来源：今日家居，民生证券研究院

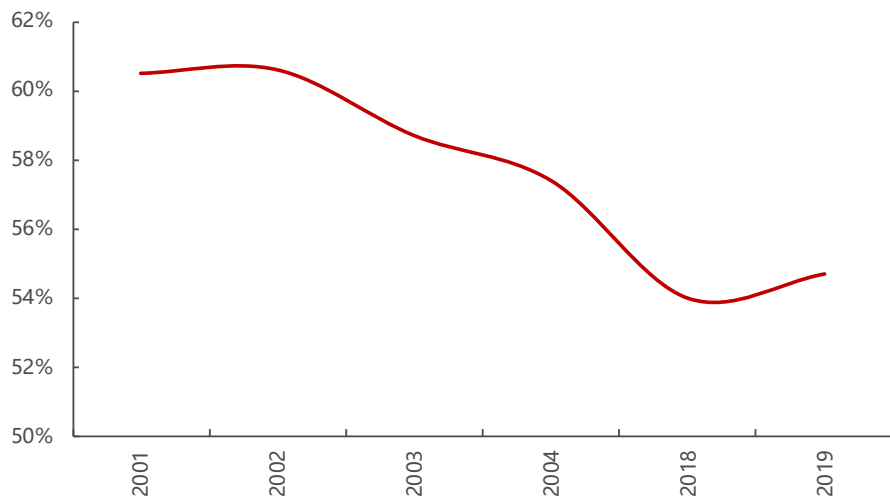
图25：2022年中国床垫行业 CR5



资料来源：各公司公告，民生证券研究院测算

注：行业规模采用我们测算的床垫行业规模；喜临门采用自主品牌业务收入；慕思采用床垫+床架业务收入；顾家采用床类产品收入（包括外销）；敏华为床具及配套产品收入；梦百合为内销收入

图26：美国床垫制造商 CR5



资料来源：今日家居，民生证券研究院

## 2.2 规模优势+高毛利率高销售费用率正向循环，行业强者恒强

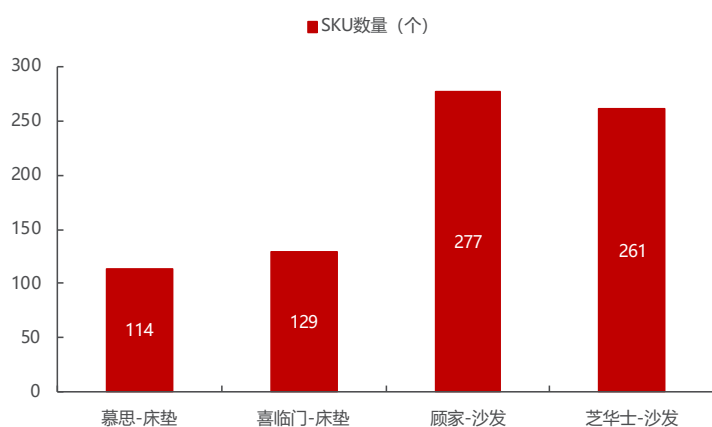
床垫行业天然具有易于集中的特点，主要由于生产端规模效应明显，利好龙头在扩大规模后降本增效。同时注重品牌力，需要大量销售费用塑造品牌形象形成溢价获取高毛利率，高毛利率进一步支撑高销售费用率投入，新进入者较难打破。

### 2.2.1 床垫更偏标品，具有显著规模优势

床垫产品标准化程度高，生产流程简单，人工成本占比低于定制及沙发，规模扩大后易实现规模效应。

床垫产品 SKU 更少，更利于规模生产。床垫产品外观相似，消费者更为注重功能性而非外观，因此产品更偏标准化，消费者差异化外观需求更少，因此产品 SKU 更少，产品特质决定了床垫行业较易实现集中。据京东旗舰店统计，慕思床垫产品共 114 款，喜临门床垫共 129 款，而顾家沙发共 277 款，芝华仕沙发共 261 款。床垫产品 SKU 少，且外观相似度高，因此更有利于规模生产。

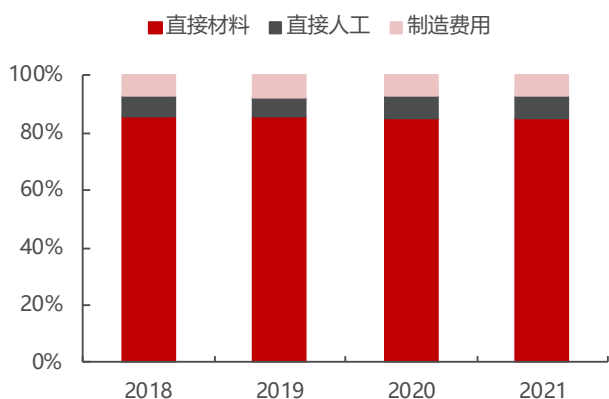
图27：床垫及沙发 SKU 对比（个）



资料来源：京东，民生证券研究院

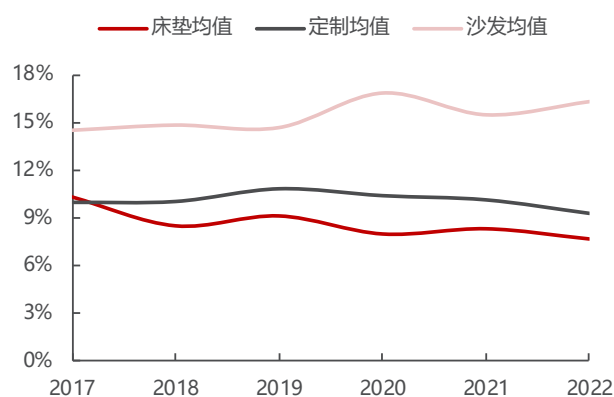
床垫作为成品家具，生产的标准化程度高，生产成本中人工占比小。据慕思股份招股书，2021 年慕思股份床垫生产成本中，直接材料/直接人工/制造费用分别占比 85.3%/8.0%/6.7%，其中人工成本占比显著低于定制家居及沙发行业。据各公司年报，2021 年 3 家床垫企业（慕思股份、喜临门、梦百合）平均人工成本占比为 8.35%，3 家定制企业（欧派家居、索菲亚、金牌厨柜）平均人工成本占比为 10.16%，2 家主营沙发的企业（顾家家居、敏华控股）平均人工成本占比为 15.49%。相较于定制及沙发企业，床垫生产成本中人工成本占比小，规模扩大后更易产生规模效应。

图28: 慕思股份床垫生产成本构成



资料来源: 慕思股份招股书, 民生证券研究院

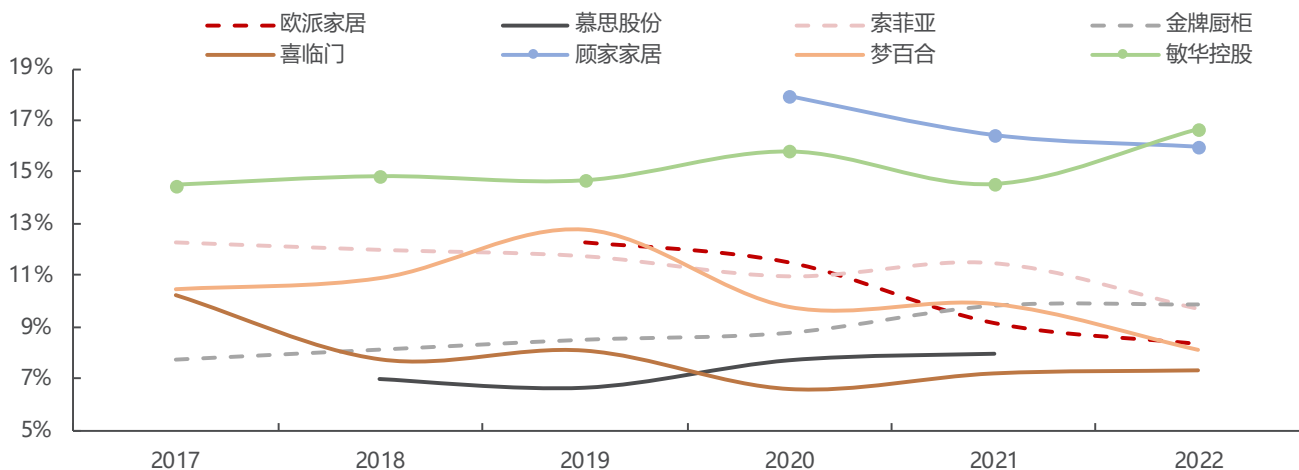
图29: 床垫、定制、沙发上市公司人工成本占比



资料来源: 同花顺, 各公司公告, 民生证券研究院

注: 床垫企业选取慕思股份、喜临门、梦百合的床垫业务; 定制企业选取欧派家居、索菲亚、金牌厨柜的定制衣柜及定制厨柜业务; 沙发企业选取顾家家居的沙发业务和敏华控股全业务 (公司未拆分分业务成本)。下图同。

图30: 各龙头企业生产成本中人工成本占比对比



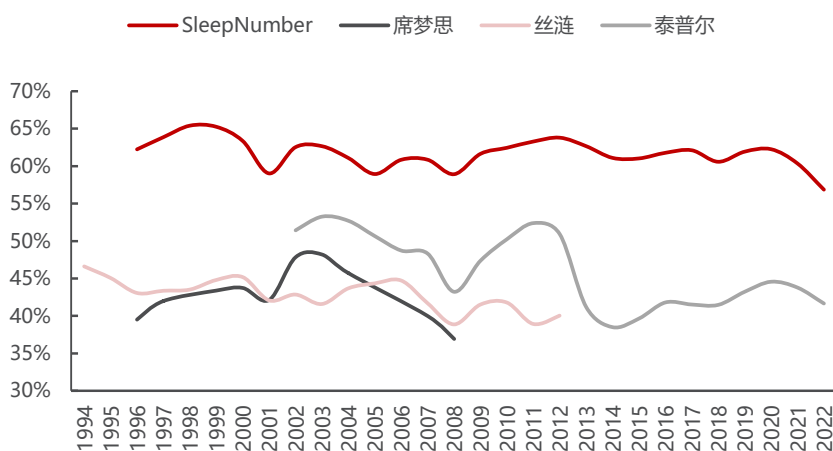
资料来源: 同花顺, 各公司公告, 民生证券研究院

前期企业基于营销&产品创新实现 0→1 的跃迁, 后续通过规模化生产带来的飞轮效应扩大企业成本优势, 从而支撑持续高营销和研发投入以拉动企业增长。

## 2.2.2 床垫企业: 高销售费用率塑造高毛利率的正向循环, 新进入者较难打破

得益于持续的产品创新和营销投入, 美国主要床垫企业均持续维持较高毛利率。其中依靠直营销的 Sleep Number 毛利率持续维持在 60%以上, 席梦思、丝涟和泰普尔毛利率均维持在 40%左右, 除金融危机期间外, 毛利率波动较小, 维持较高水平。

图31：美国主要床垫企业毛利率

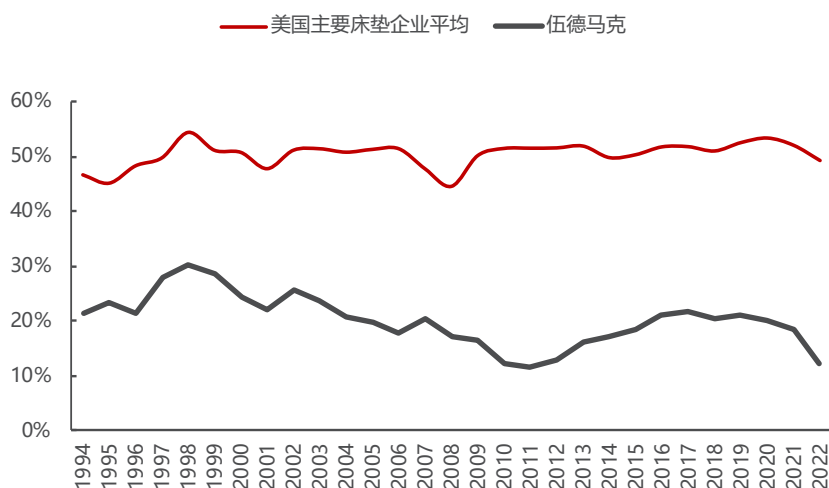


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

注：2013年泰普尔收购丝涟，故2013年及之后的泰普尔毛利率为泰普尔及丝涟的综合毛利率

**对比柜类生产企业，床垫企业毛利率较为稳定。**对比美国柜类龙头企业伍德马克，主要床垫企业平均毛利率自1994年至2022年间均维持在50%左右，金融危机期间下降至44%。而伍德马克毛利率自1998年开始持续下滑，从30%下滑至12%，其中金融危机期间毛利率下滑过半。

图32：美国主要床垫企业及伍德马克毛利率对比

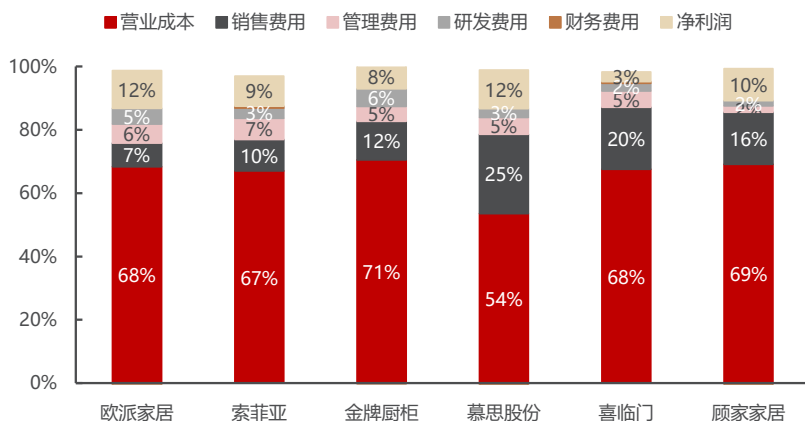


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

**对于床垫企业来说，高毛利率支撑高销售费用率塑造品牌形象，提升溢价能力，维持高毛利率，新进入者难以在短期内塑造品牌形象获取高毛利率，利好龙头企业市占率提升。**对比床垫、沙发、定制企业，床垫企业慕思、喜临门毛利率较高，同

时销售费用率显著高于定制及沙发企业，而研发费用率较低。因此床垫行业主要系通过高销售费用率塑造品牌形象、进行消费者教育，从而获取高毛利率的行业。而其产品差异相对较小，研发投入相对较低。

图33：2022年中国主要家具企业成本、费用构成



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2.3 复盘美国床垫行业，前期产品+中期营销+横向并购驱动行业整合

复盘美国床垫行业发展史，前期产品为王，制造商凭借创新产品占领市场，中期通过营销及消费者教育塑造品牌实现集中，后期由于渠道分散对集中度带来冲击。行业发展过程中亦在经济下行阶段经历了三轮横向并购整合，最终形成了高度集中的床垫行业。复盘泰普尔收购丝涟，泰普尔高端的产品定位及创新的产品材料顺应消费趋势的改变，同时经营较为稳健，渠道多元布局，在行业下行周期中提升运营效率、降低负债水平提升抗风险能力。在收购成功后通过供应链、研发、渠道整合实现 1+1>2，盈利能力及营运能力持续提升，资本市场给予较高估值。

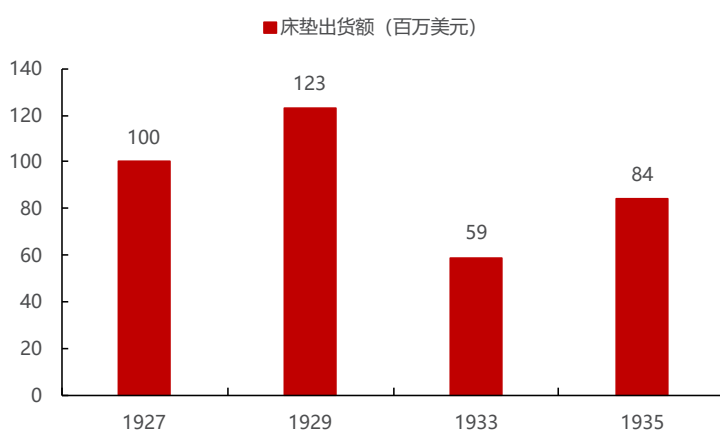
### 2.3.1 前期产品为王，中期营销驱动行业整合，后期渠道分散对集中度产生压力

复盘美国床垫行业，大致可以分为初创期、发展期、高速成长期和成熟期：

**初创期 (1870-1940 年)：产品为主，行业标准逐渐建立。**在这个阶段内，产品和技术革新推动行业发展。行业龙头相继成立，凭借开创性的产品和生产技术抢占市场。1870 年席梦思成立，1876 年成为第一家能大规模生产编织金属网床垫的公司，1925 年发明首部能批量生产独立袋装弹簧的机器，Beautyrest®「甜梦」床垫面世。1881 年丝涟成立，将棉花应用于床垫生产，1889 年开发了棉花压缩机器，提高生产效率。1931 年舒达成立。

**行业自律组织成立，建立行业规范。**行业发展早期面临缺乏标准和监管的问题，1916年39个床垫制造商联合成立了NABM (National Association of Bedding Manufacturers)，旨在提升行业形象，维护制造商的共同利益。1917年爱荷华州、密歇根州、田纳西州颁布了解决产品以次充好、虚假宣传问题的法规，并统一了产品规格，1923年当时48个州中27个州都颁布了相关规定。1927-1929年，美国床垫出货额从1亿美元提升至1.23亿美元，1933年由于股票市场崩盘下滑至0.59亿美元，1935年美国发布多项对抗通货紧缩的政策，经济回暖，床垫出货额回升至0.84亿美元。

**图34：1927-1935年美国床垫出货额（百万美元）**

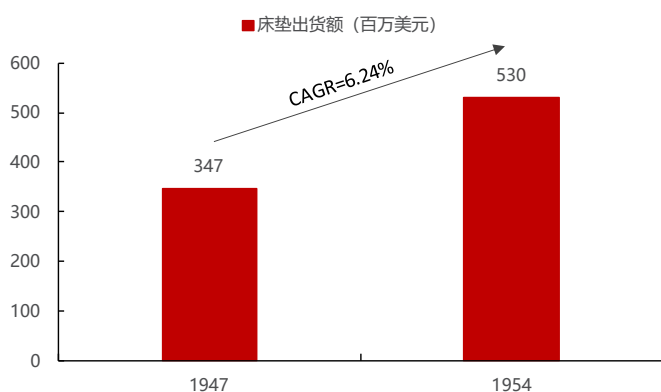


资料来源：ISPA，民生证券研究院

**发展期 (1941-1965年)：初步消费者教育，挖掘消费者需求。**在此阶段内，战后积压需求释放，消费者消费意愿、能力持续提升，制造商通过引导消费者购买更大尺寸的床垫、挖掘沙发床需求、开发新材料床垫推动行业规模增长。

**战后积压需求释放，居民消费力提升。**二战期间床垫厂商被要求优先生产军队订单，并进行价格限制及原材料限制，同时人力也较为短缺。战后房地产市场繁荣带动床垫消费增长，同时消费者对生活质量要求提升，床垫市场规模从1947年的3.47亿美元提升至1954年的5.3亿美元，CAGR为6.24%。

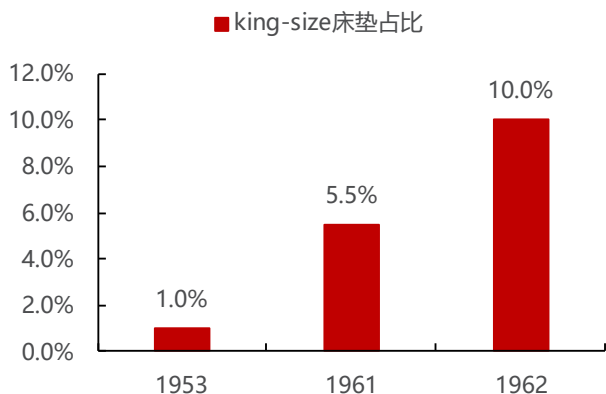
**图35：1947-1954年美国床垫出货额（百万美元）**



资料来源：ISPA，民生证券研究院

**初步消费者教育，推动大号床垫、沙发床销售。**1948年二战后的第一个大型营销活动“全国睡眠展”举办，通过展示产品促进制造商和零售商的床垫销售。1961年该活动升级为“Better Sleep Month”，进一步强化了其促进床垫销售的功能，例如1962年的活动旨在促进大号床垫的销售。1953年king-size的床垫占比不到1%，而1961及1962年占比分别达到5.5%和10%。

图36: king-size 床垫占比



资料来源: ISPA, 民生证券研究院

图37: 1962年推广大尺寸床垫活动



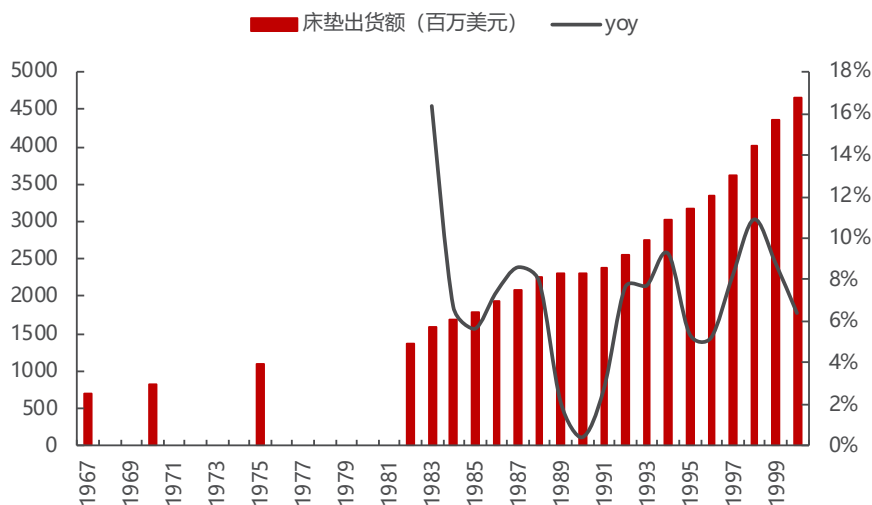
资料来源: ISPA, 民生证券研究院

**高速成长期 (1966-2000 年): 营销驱动行业规模增长及集中度提升。**在本阶段内，行业层面开始集中消费者教育，让消费者重视睡眠健康的同时提高床垫更换频率。公司层面席梦思、泰普尔、舒达纷纷推出标志性营销活动，打造品牌形象，提升知名度，行业完成集中。

**通过消费者教育提升对睡眠的重视，增加床垫更换频率，挖掘更新需求。**1978年 Better Sleep Council (BSC) 成立，旨在通过提高消费者对睡眠的重视程度从而促进床垫销售，初期投入 28 万美元用于宣传，在成立的前 5 个月，BSC 就通过报纸、杂志、广播和电视向超过 7900 万消费者进行了健康睡眠宣传。1985 年，BSC 举办了第一个“健康睡眠月”活动，宣传床垫更换周期应为 8-10 年。

**1967-2000 年床垫行业规模增长 CAGR 为 5.83%。**受益于健康睡眠意识提升及对存量更新需求的挖掘，美国床垫行业规模持续增长，1967-2000 年床垫行业规模从 7.09 亿美元提升至 46.5 亿美元，增长 6.56 倍，CAGR 为 5.86%。

图38: 1967-2000 年美国床垫出货额 (百万美元)

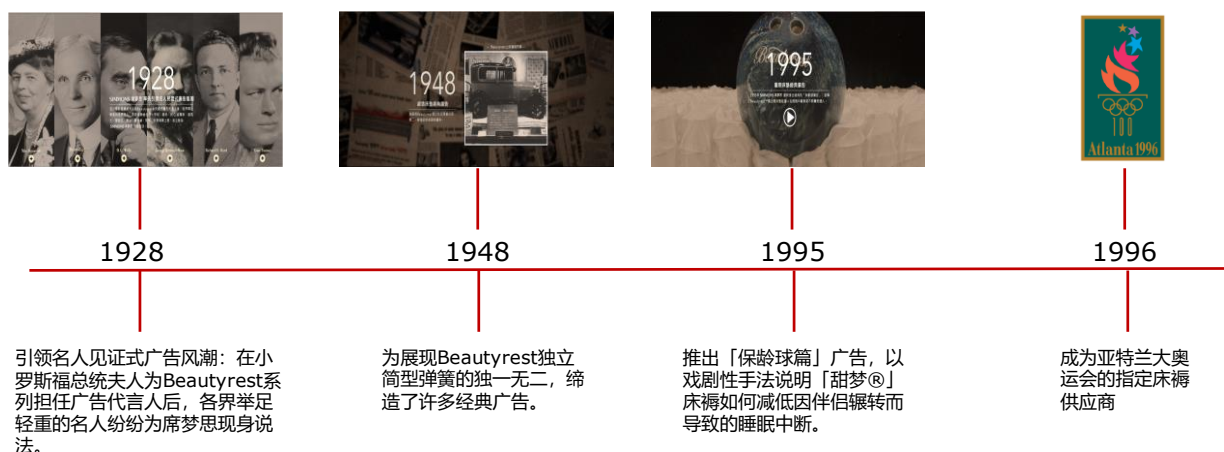


资料来源: ISPA, 民生证券研究院

各大床垫企业在此阶段内推出了标志性的营销活动, 深耕品牌打造, 提升品牌知名度, 助推了行业集中度的提升。

**席梦思: 成立以来持续营销, 成为床垫的代名词。** 席梦思早在 20 世纪早期就邀请了众多社会名流为席梦思代言, 品牌形象深入人心, 走在了诸多品牌的前列。同时席梦思的成功也离不开其极具创意的广告营销, 经典保龄球广告等完美地向消费者展示了席梦思床垫的坚固与舒适, 席梦思一度成为床垫的代名词。

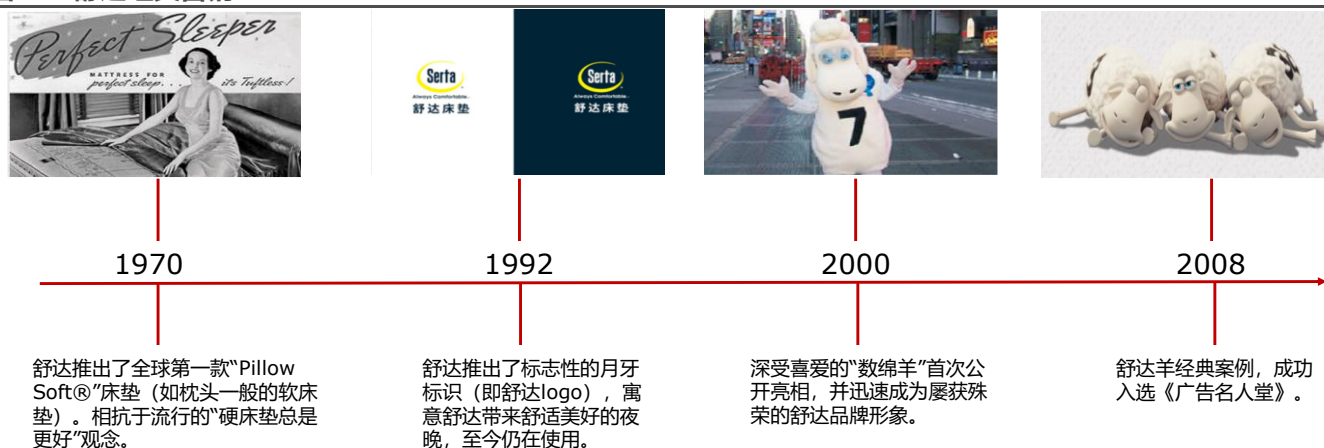
图39: 席梦思经典营销



资料来源: 席梦思官网, 民生证券研究院

**舒达: “数羊” 广告打造品牌形象。** 1970 年舒达推出软床垫, 与流行的 “硬床垫总是更好” 的观念对抗, 2000 年其经典的 “数绵羊” 的广告一经发布, 广受消费者喜爱, 现在已经成为舒达品牌形象, 2008 年入选《广告名人堂》。

图40：舒达经典营销

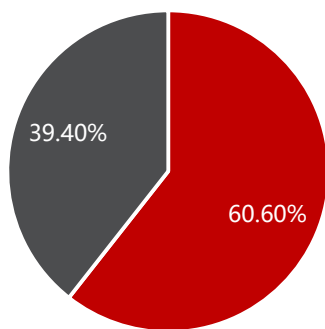


资料来源：舒达官网，民生证券研究院

**行业集中度提升。**2002年，美国床垫行业CR4达到60.6%，行业达到高度集中状态，前四名为丝涟、舒达、席梦思和Spring Air，而如今的龙头泰普尔则由于成立较晚市占率不高。

图41：2002年美国床垫市场制造商市占率

■ 丝涟、舒达、席梦思和Spring Air ■ 其他

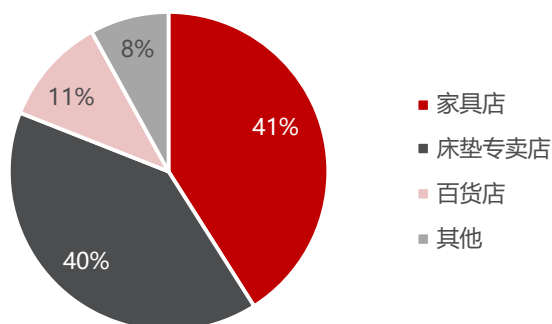


资料来源：Furniture Today，Sleep Number 年报，民生证券研究院

**成熟期（2001年至今）：渠道多元化发展。**在本阶段内，行业集中格局已成，渠道开始发生变革，多元化趋势显著，厂商多渠道布局维护市场份额。

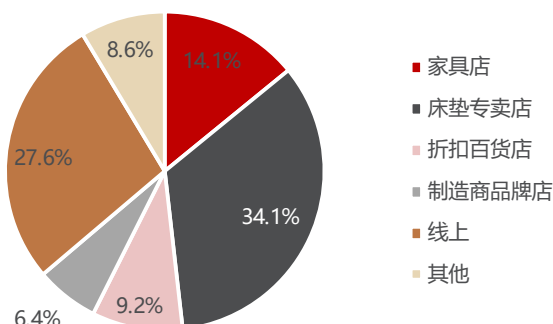
**销售渠道多元化，生产商多渠道布局。**2001年美国床垫主要通过家具店（41%）和床垫专卖店（40%）进行销售，线下渠道具有绝对优势。而随着电子商务兴起，线上DTC渠道床垫销售占比持续提升，挤压线下渠道份额，至2021年家具店占比仅14.1%，床垫专卖店占比34.1%，而线上DTC渠道占比达27.6%。

图42：2001年美国床垫销售渠道占比



资料来源：ISPA, sleep number 年报, 民生证券研究院

图43：2021年美国床垫销售渠道占比



资料来源：今日家居, 民生证券研究院

表7：美国床垫主要销售渠道

渠道	介绍	代表企业	主要合作品牌
床上用品专卖店	门店内只销售床垫产品，与制造商品牌合作或售卖自主品牌产品。	Mattress Firm Sleep Number	Beautyrest、Serta、Sealy、Tempur-Pedic、Sleepy' s Tulo 和 Kingsdown Sleep Number
线上	线上销售制造商品牌产品或自有品牌产品	Amazon	Casper, Nectar, Serta, Sealy, Zinus, Lucid, Tuft & Needle, Ashley 的 Signature 和亚马逊自有品牌 Amazon Basics
家具店	以家具销售为主的零售商，同时销售床垫和其他家具	Rooms to go	Serta、Sealy、Beautyrest、Restonic 的 Scott Living、Nectar、Casper、Simmons 和 Stearns & Foster
百货公司	全品类产品销售	Walmart	山姆会员店销售 Serta、Tempur-Pedic、Beautyrest、Zinus 和自有品牌 Member's Mark；沃尔玛店与线上销售品牌有 Serta, 梦百合 (Mlily), Beautyrest, Kescas and Zinus
工厂店	由制造商直接经营的门店，销售多品类家具产品	Ashley Homestore	Sealy、Serta、Beautyrest、Tempur-Pedic, 由 Restonic 和 Purple 设计的 Scott Living, 以及自有品牌 Ashley Sleep

资料来源：今日家居, 民生证券研究院

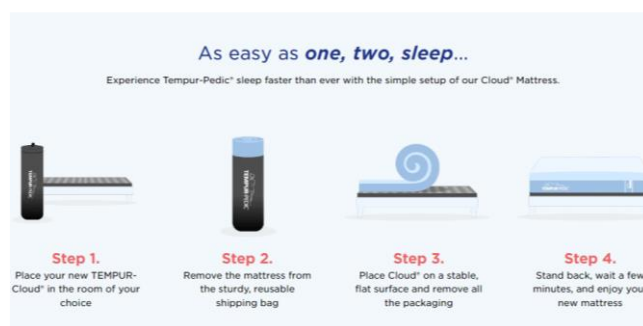
**盒装床垫爆火助力电商品牌，行业龙头集中度受影响。**床垫这类大体积的家居由于运输困难，消费者往往倾向于选择线下渠道购买并送货上门，这使得床垫专卖店、家具店具有渠道上的天然优势。然而 Casper 将 mattress in a box 这一理念发扬光大，床垫以被压缩的状态装在盒子里进行运输，拆开真空包装后就可以恢复正常状态，原本运输困难的床垫装在盒子里送到消费者手上，既免去了消费者线下购买的麻烦环节，又大大缩减了渠道成本。凭借高性价比产品和明星代言等优秀的营销方式快速成长，但一方面由于单价及复购率较低，另一方面大部分消费者倾向于线下体验床垫后购买，Casper 连续亏损并被收购退市。泰普尔-丝涟、Mattress Firm 等床垫生产商及零售商亦纷纷布局线上渠道，为消费者提供更多购买选择。

图44: Casper 盒装床垫



资料来源: Casper 官网, 民生证券研究院

图45: 泰普尔盒装床垫使用步骤



资料来源: 泰普尔官网, 民生证券研究院

### 2.3.2 多轮整合助推行业集中

**第一轮整合: 20 世纪 20-30 年代。**起步不久的床垫行业遭遇美国经济大萧条及第二次世界大战, 市场规模萎缩、原材料及人力短缺、消费力不足等因素使得大量中小产能出清, 部分厂商联合起来共同抵御行业寒冬。例如舒达的前身于 1931 年由 13 家床垫制造商联合成立, 丝涟亦由部分被许可的厂商联合成立, 席梦思亦通过收购在美国、加拿大建立工厂。

**第二轮整合: 1970-1982 年“滞涨”期间。**在此阶段内大量企业破产, 失业率上升, 床垫行业亦受到影响。例如 1979 年席梦思被海湾和西方工业公司 (Gulf and Western Industries Ind.) 收购, 而 1983 年丝涟收购了 Stearns & Foster 完善其高端线品牌布局。至 1993 年行业 CR4 即达到 58%, 行业完成初步集中整合。

**第三轮整合: 2008 年金融危机期间。**前期席梦思即丝涟由于大量资本运作负债累累, 金融危机期间难以抵御经营风险陷入经营危机, 2008 年席梦思被舒达收购, 2013 年丝涟被泰普尔收购, 如今的行业格局形成。2019 年泰普尔-丝涟/舒达-席梦思市占率 24.7%/23.6%, 按母公司划分的行业 CR2 达到 48%。

### 2.3.3 以泰普尔收购丝涟为例, 整合带动 1+1>2

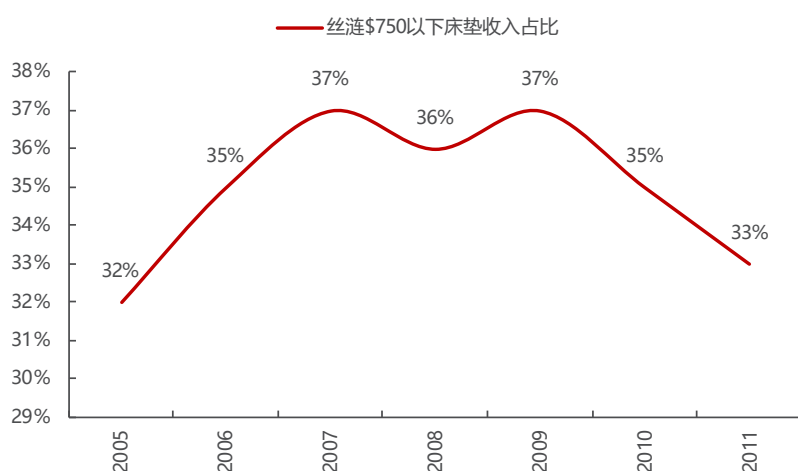
**泰普尔产品价格带定位于占比 20% 的高端市场。**泰普尔基于 NASA 的技术用近 10 年的时间开发了记忆棉材料, 通过对温度的感应实现更好的贴合, 凭借这款材料泰普尔成功塑造高端的产品和品牌定位。2002 年美国 1000 美元以上的销售量占比约为 20%, 而这正是泰普尔主要产品的价格带。

**表8：2003 年泰普尔主要床垫系列价格**

系列	厚度	价格
Classic	4.5 英寸	999-1,699 美元
Deluxe	6 英寸	1,249-2,099 美元
CelebrityBed	13 英寸	1,999-2,999 美元

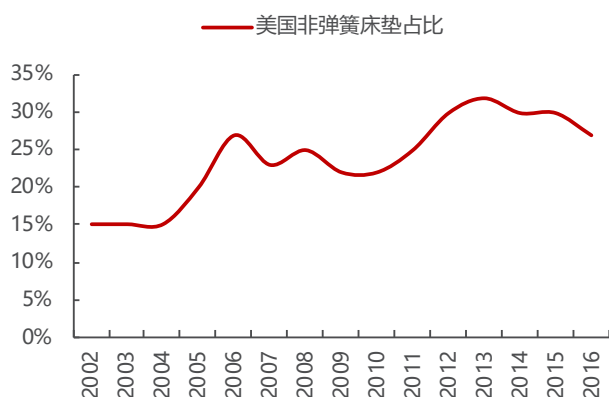
资料来源：泰普尔-丝涟年报，民生证券研究院

**丝涟品牌定位中端，其收购的 Stearns & Foster 定位高端。**丝涟则通过棉花填充的弹簧床垫起家，2004 年公司在美国市占率达到 20.7%，比第二名销售额高 38%。2005 年其产品售价在 \$300-\$5000，其中 \$750 以下的床垫占比 32%。

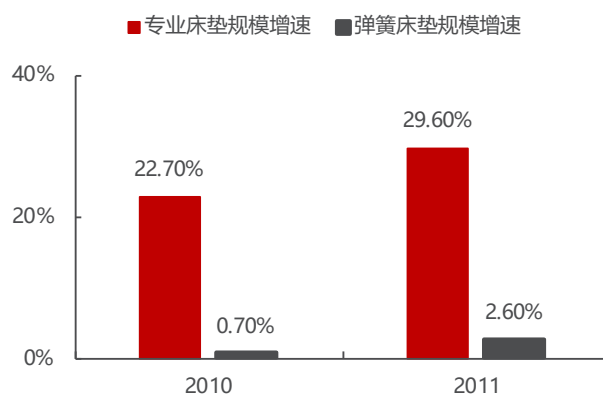
**图46：丝涟\$750 以下床垫收入占比**


资料来源：丝涟年报，民生证券研究院

**新材料床垫取代弹簧床垫的趋势下，泰普尔获得更多份额。**2002-2016 年，美国非弹簧床垫占比从 15% 提升至 27%，虽然在金融危机期间弹簧床垫由于性价比更高占比有所回升，但金融危机后 2010-2011 年非弹簧床垫增速分别达到 22.7%/29.6%，远高于弹簧床垫规模增速 0.7%/2.6%。

**图47：2002-2016 年美国非弹簧床垫占比**


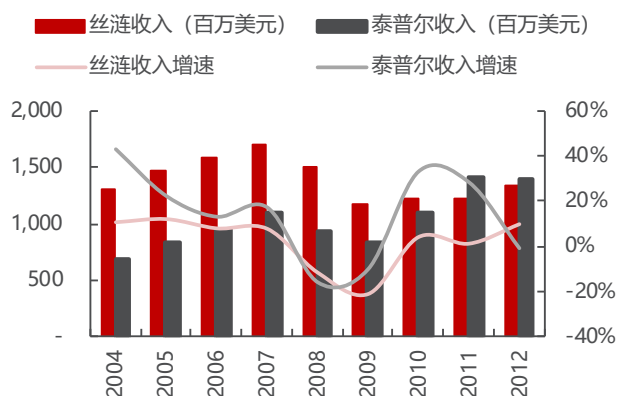
资料来源：Sleep Number 年报，ISPA，民生证券研究院

**图48：2010-2011 年专业/弹簧床垫规模增速对比**


资料来源：丝涟年报，民生证券研究院

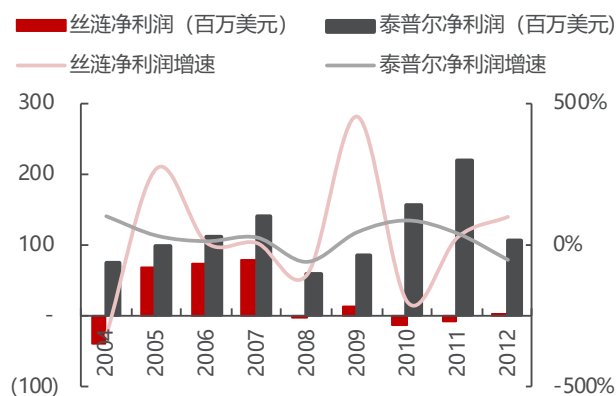
新材料床垫占比的提升在金融危机期间部分对冲了行业下行对泰普尔的影响，同时在金融危机之后助力泰普尔收入快速回暖。受益于记忆棉床垫取代弹簧床垫的趋势，2004-2012年间泰普尔收入增速普遍高于丝涟（2008年除外），且金融危机后泰普尔收入迅速回暖，实现从2004年收入仅为丝涟的52%到2011年超过丝涟。

图49：丝涟、泰普尔收入及增速



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

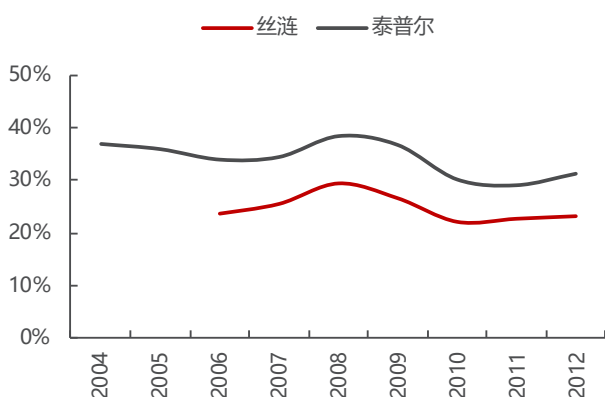
图50：丝涟、泰普尔净利润及增速



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

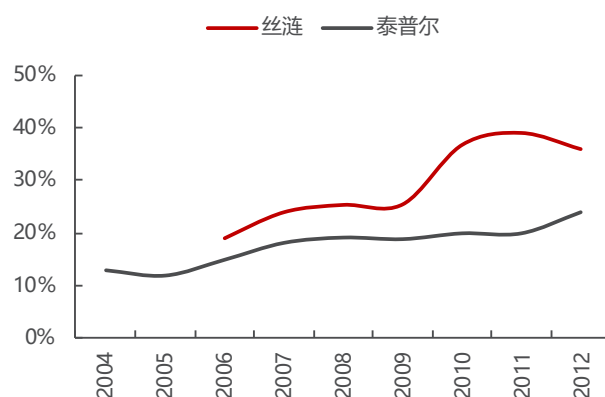
渠道方面，泰普尔更为分散，前五大客户占比低，海外占比高。2012年泰普尔/丝涟美国以外地区收入占比31.3%/23.1%，2006-2012年间泰普尔海外收入占比均高于丝涟9pct左右。2012年泰普尔/丝涟前五大客户收入占比24.0%/36.1%，2006-2012年间丝涟前五大客户收入占比均高于泰普尔。整体来看，泰普尔渠道更为分散，具有更高的海外收入占比和更分散的终端零售商，单一客户和地区对公司收入影响更小。

图51：丝涟、泰普尔美国外收入占比



资料来源：泰普尔年报，丝涟年报，民生证券研究院

图52：丝涟、泰普尔前五大客户收入占比

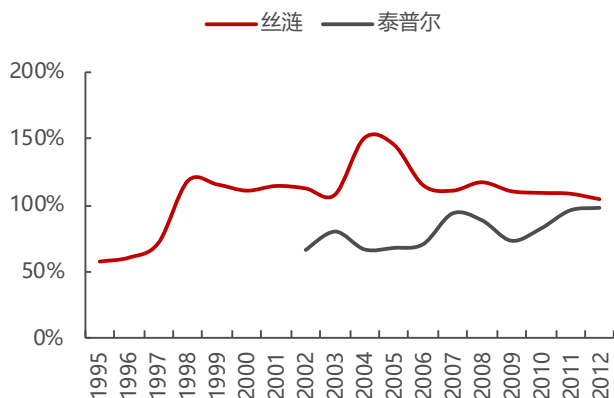


资料来源：泰普尔年报，丝涟年报，民生证券研究院

丝涟资产负债率、财务费用率显著较高。由于前期通过债务进行收购扩张，丝涟1998年后始终保持超过100%的资产负债率，导致高额财务费用，同时为了偿还前期债务、维持营运资金，丝涟持续借入高利息债，2008-2009年丝涟的加权

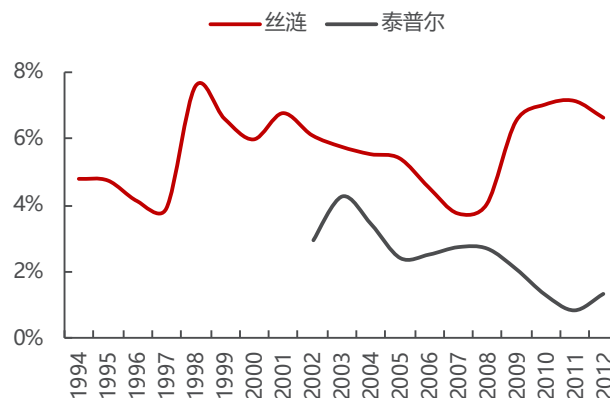
平均借贷成本为 7.5%/9.6%，财务费用率为 4.0%/6.5%。而泰普尔在金融危机期间通过降低库存和应收账款释放现金流，并通过汇回国外收益以及停止分红偿还贷款，资产负债率从 2007 年 94% 下降至 2009 年 73%，财务费用率亦持续下降。

图53：丝涟、泰普尔资产负债率



资料来源：泰普尔年报，丝涟年报，民生证券研究院

图54：丝涟、泰普尔财务费用率

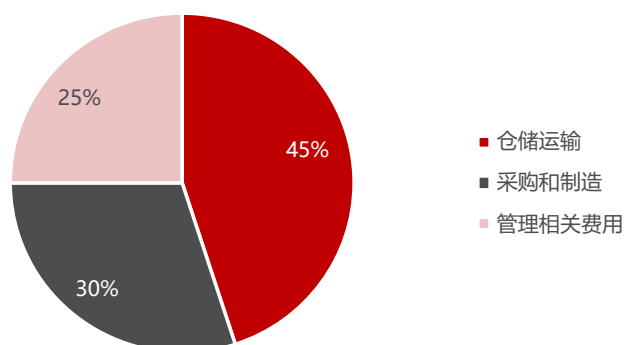


资料来源：泰普尔年报，丝涟年报，民生证券研究院

2013 年 3 月，泰普尔完成对丝涟的收购，以 2.2 美元/股的价格收购丝涟全部股份，并承担所有债务，交易总价值约为 13 亿美元。两家公司的后续协同整合主要体现在供应链整合降本、产品互补及渠道协同上。

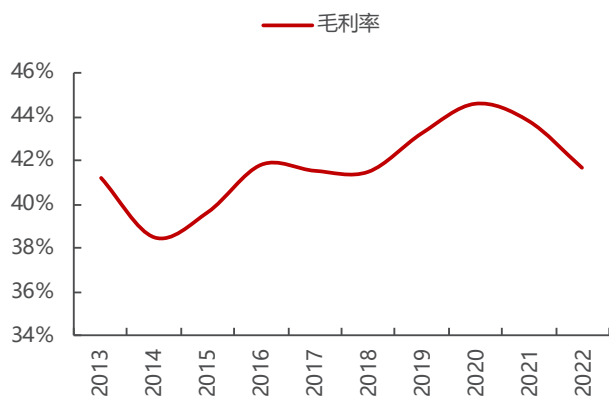
通过优化仓库布局及配送、获得协同采购优势和精简企业管理实现降本。1) 整合产品仓库和配送路线。两家公司分别评估各自在美国配送床垫产品的成本，并通过整合双方的仓库和工厂实现就近派送降低成本。例如 2015 年在印第安纳州启用一个新的制造和分销中心，并关闭相关重复工厂。2) 提高采购、供应链和制造效率。例如通过大规模采购共同的原材料、合并制造步骤等实现降本。3) 精简企业管理、优化企业费用。例如丝涟的部分信息系统过时，泰普尔通过将丝涟整合进自身的信息系统中管理相关生产、运营活动实现降本增效。

图55：2013 年泰普尔收购丝涟成本协同来源

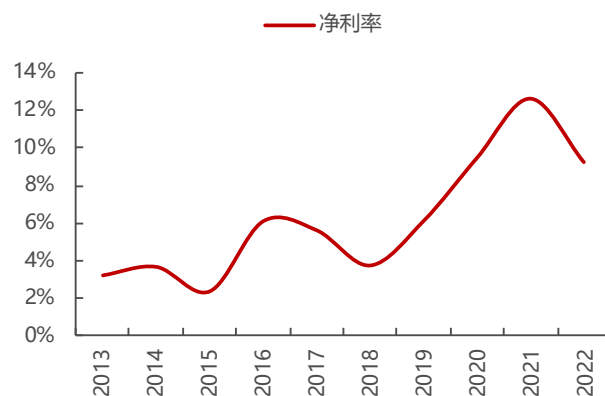


资料来源：泰普尔年报，民生证券研究院

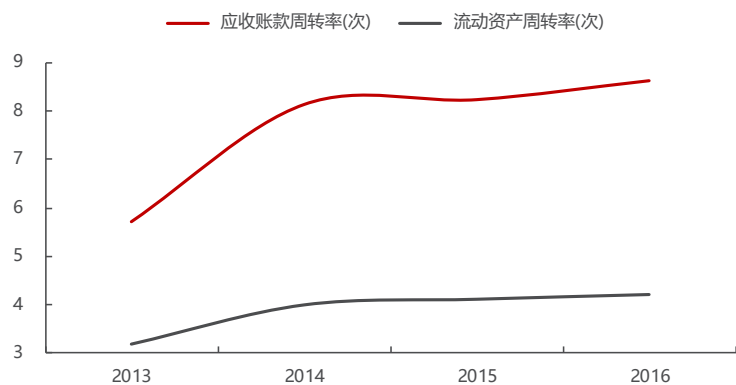
**生产协同效应下，泰普尔-丝涟盈利能力及营运能力提升。**盈利能力方面，泰普尔-丝涟毛利率从 2014 年的 38% 提升至 2020 年顶点 45%；净利率从 2013 年 3% 提升至 2021 年顶点 13%。营运能力方面，公司流动资产周转率从 2013 年 3.17 次提升至 2016 年 4.22 次。

**图56：泰普尔-丝涟毛利率变化**


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

**图57：泰普尔-丝涟净利率变化**


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

**图58：泰普尔-丝涟营运能力变化**


资料来源：wind，民生证券研究院

**产品&渠道协同，推动盈利质量提升。1) 弹簧床垫及记忆棉床垫产品互补。**丝涟是弹簧床垫领域龙头企业，而泰普尔是记忆棉领域的龙头，合并后的公司可以通过研发平台加强现有产品，并开发创新的新产品，以更好地满足消费者和零售商的需求和偏好。**2) 全球销售渠道协同。**泰普尔和丝涟在全球拥有互补的渠道，泰普尔在北美、欧洲和亚洲拥有较好的销售渠道。而丝涟除了北美、欧洲和亚洲外，在许多其他市场，特别是南美也得到了广泛的认可。**整合后公司业务体量和经营效率均有一定提升：**2013-2022 年泰普尔-丝涟收入从 24.6 亿美元提升至 49.2 亿美元，CAGR 为 8.0%；净利润从 0.8 亿美元提升至 4.6 亿美元，CAGR 为 21.6%。

2019-2021 年公司收入大幅增长主要来自于: 1) 与第三方零售商 Mattress Firm、Big Lots、Beter Bed Holding 达成合作协议, 进入美国、欧洲上千家零售店; 2) 通过收购部分零售商实现自有门店扩张。净利润方面, 净利率提升主要来自于: 1) 销量增长带来的固定费用摊薄; 2) 原材料价格下降; 3) 直营渠道占比提升带来的毛利率提升。

图59: 泰普尔-丝涟收入及增速



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

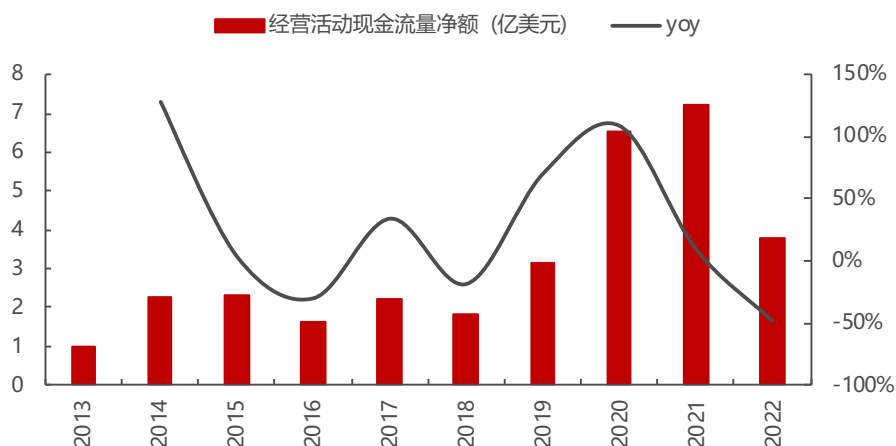
图60: 泰普尔-丝涟净利润及增速



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

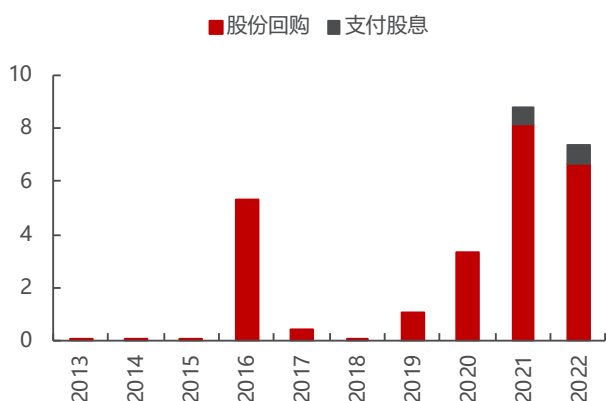
**经营性现金流支撑产能扩张及回购。**公司每年投入 0.6-1.3 亿美元用于相关产能扩张、直营渠道扩张、业务扩张等, 并于 2019-2021 年通过收购零售企业、代工企业扩大下游渠道。公司持续进行股份回购, 2019-2022 年分别支出 1.1/3.3/8.2/6.7 亿美元用于回购, 并于 2021-2022 年分别支付 0.6/0.7 亿美元股利。

图61: 泰普尔-丝涟经营性现金流净额及增速



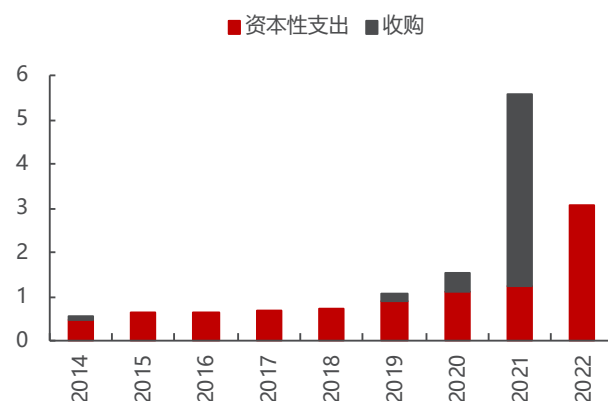
资料来源: wind, 民生证券研究院

图62: 泰普尔-丝涟股份回购及支付股息 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

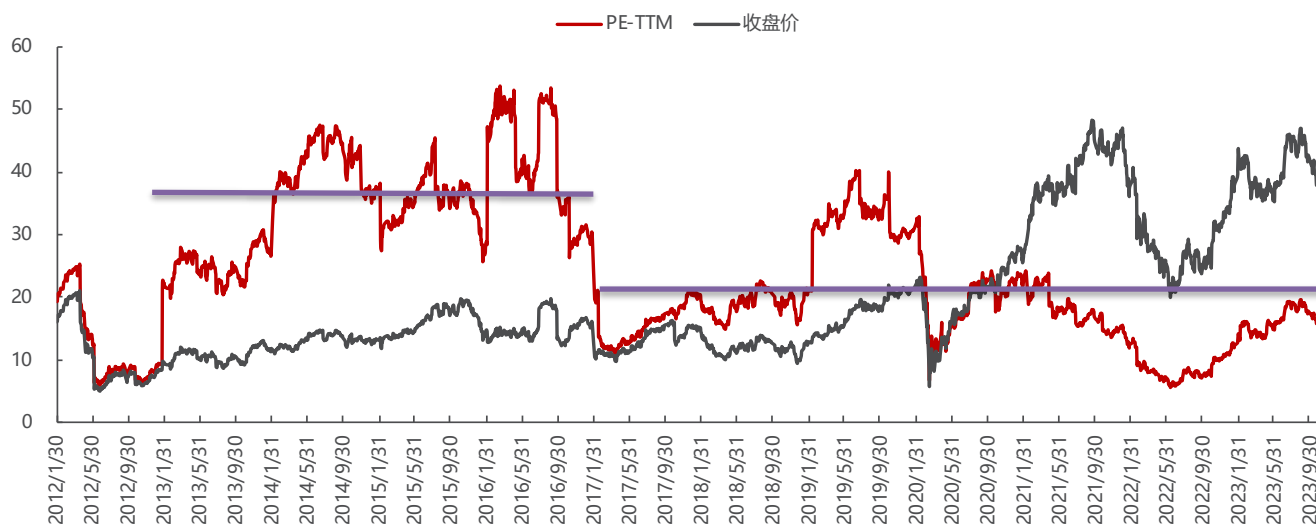
图63: 泰普尔-丝涟资本性支出及收购 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

**1+1>2, 盈利端提升带来市值增长。**2013 年合并后泰普尔-丝涟借助渠道&生产端协同, 实现 1+1>2 的局面。受此推动公司市值从 2013 年至今涨幅超过 400% (CAGR 约 15%), 明显跑赢纳指。公司市值增长主要来自利润端增长, 考虑公司属于相对成熟市场, 伴随业绩消化, 估值中枢从前期 30X-40X 降至 20X-30X 区间。

图64: 泰普尔-丝涟收盘价 (美元) 及 PE-TTM



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 横线分别为 2013 年 1 月 24 日-2017 年 1 月 26 日 PE-TTM 均值 36X 及 2017 年 2 月 3 日至 2023 年 11 月 22 日 PE-TTM 均值 19X

## 2.4 展望我国市场：渐进成熟期，行业有望迈向整合大时代

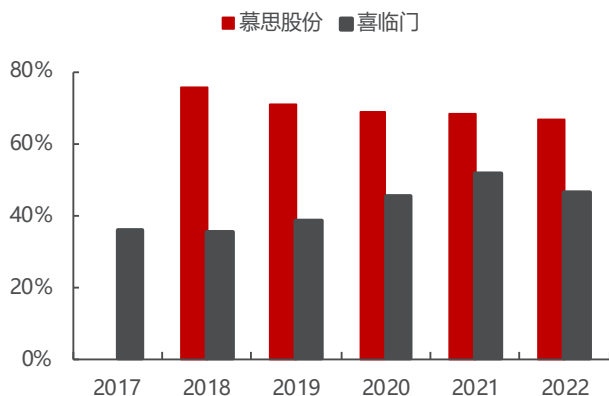
床垫行业早期由线下渠道扩张驱动，头部企业通过抢占优质线下门店抢占市场，同时率先布局线上渠道，形成先发优势。而线下渠道经过多年发展，空白渠道已经所剩无几，现有渠道流量较为稳固，虽然依然可以通过套餐、活动引流，但势必会挤压企业利润。而只有通过品牌建设抢占消费者心智，形成指名购买，才能降低营销成本、提升引流效率，获得竞争优势。而在品牌端，目前的龙头企业有明显的先发优势，可以通过深化多年积累的品牌形象打造差异化，且在流量日益分散的今天，新品牌想要树立品牌形象更为困难，需要更多品牌投入，龙头先发优势明显。除了企业内生增长外，龙头企业手握大量现金，存量市场增长压力较大背景下，行业有望进入到横向品牌并购阶段，实现集中度提升。

### 2.4.1 床垫早期由线下渠道扩张驱动，线上占比提升利于龙头集中

**床垫作为耐用消费品，早期成长由渠道扩张驱动。**床垫作为耐用消费品存在购买频率低、决策成本高的特点。在消费者没有购买需求的时候较难对品牌形成记忆，品牌建设较难，而在购买需求形成后，由于家居门店较为集中，消费者通常会在家具城内货比三家，因此经销商数量、门店数量、经销商质量、终端门店形象等较为重要，终端门店更多、位置更好、导购人员素质更高就更能拦截消费者，形成销售，因此早期渠道扩张是床垫企业扩张的主要途径。

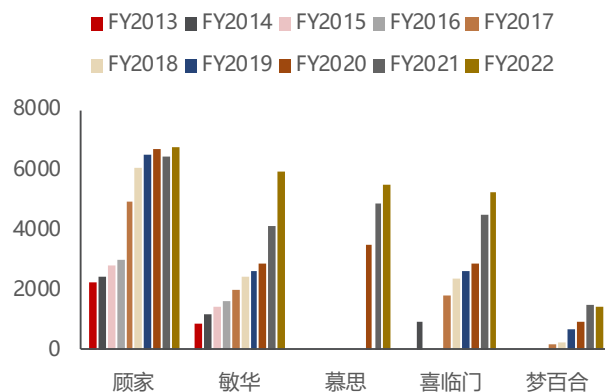
**线下销售主要依赖经销商门店，近年来门店快速扩张。**床垫线下销售渠道主要包括经销店、直营店和直供（大宗业务）。目前大部分床垫企业线下销售依赖经销商门店。据招股书和公司年报，2022年慕思股份/喜临门经销收入占比分别为66.9%/46.7%。近年来各软体企业门店数快速扩张，疫情期间，大量中小家居门店闭店，敏华借机大幅扩张门店，FY2022门店数达到FY2020的2.1倍。线下门店的大幅扩张是近年来企业收入增长的主要驱动因素。

图65：慕思及喜临门经销门店收入占比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

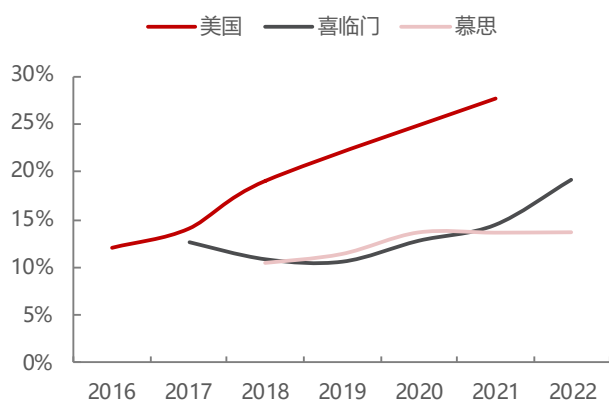
图66：线下门店数（家）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

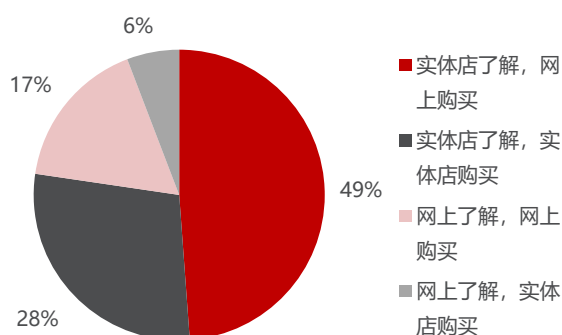
**线上销售占比提升，对比美国仍有提升空间。**床垫消费者倾向于将线上融入床垫购买流程。据《2021 床垫消费升级趋势调查》，近 5 成消费者倾向于在线下了解后在线上购买床垫，共 7 成客户在床垫购买中会在线上了解或购买，因此喜临门及慕思近年来线上销售占比逐渐提升。对比美国，我国床垫线上销售占比依然有提升空间。2021 年美国、喜临门、慕思床垫线上渠道销售占比分别为 27.6%、14.4%、13.7%，预计未来线上会成为更重要的床垫销售渠道。

图67：美国、喜临门、慕思床垫线上渠道销售占比



资料来源：今日家居，各公司公告，民生证券研究院

图68：消费者倾向购买床垫的方式



资料来源：《2021 床垫消费升级趋势调查》，民生证券研究院

**线上销售门槛提升，头部企业持续抢占市场份额。**床垫电商销售经过多年发展，占据主要地位的仍然是实力雄厚的大型厂商，线下的服务能力一定程度上决定了消费者在线上对品牌的信任。床垫一定程度上作为“标品”，尺寸和材质可以量化呈现，消费者只要对品牌有信任度，就可以自主下单。头部品牌的品牌形象和服务能力经过多年验证，消费者在线上选择时更易选择知名品牌购买。如喜临门已蝉联 9 年“双十一”床垫品类销售第一，且 2020 年“双十一”天猫床垫品类销售排名前十的品牌都是知名床垫品牌。线上销售的增长使得龙头份额进一步提升。

表9：2020 年“双十一”天猫床垫品类销售排名

排名	品牌
NO.1	喜临门官方旗舰店
NO.2	雅兰官方旗舰店
NO.3	慕思旗舰店
NO.4	金橡树旗舰店
NO.5	大自然家具官方旗舰店
NO.6	金可儿旗舰店
NO.7	全友家居官方旗舰店
NO.8	丝涟旗舰店
NO.9	Serta 舒达官方旗舰店
NO.10	顾家家居官方旗舰店

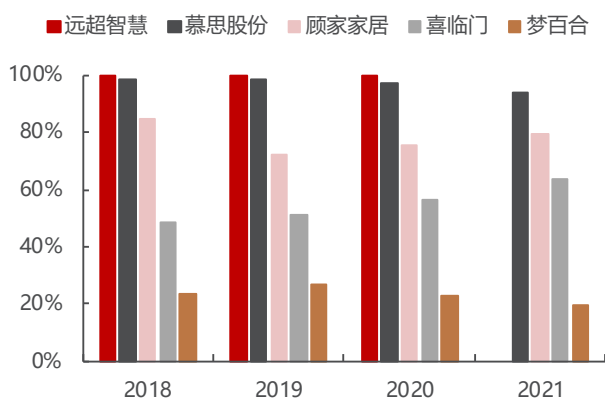
资料来源：今日家居，民生证券研究院

## 2.4.2 存量市场背景下，行业有望进入并购新时代

目前行业渠道红利期已基本结束，龙头企业开店速度放缓，行业进入存量竞争阶段。在存量市场增长压力较大的背景下，龙头企业通过：**1) 内生增长**。品牌建设抢占消费者心智，形成指名购买，降低营销成本、提升引流效率，获得竞争优势。目前的龙头企业有明显的先发优势，可以通过深化多年积累的品牌形象打造差异化，且在流量日益分散的今天，新品牌想要树立品牌形象更为困难，需要更多品牌投入，龙头先发优势明显。**2) 外生增长**。行业有望进入横向并购阶段，例如美国金融危机期间泰普尔收购丝涟、舒达收购席梦思，进行横向品牌并购，获取品牌、产品、渠道及供应链，并通过后续整合实现 1+1>2。

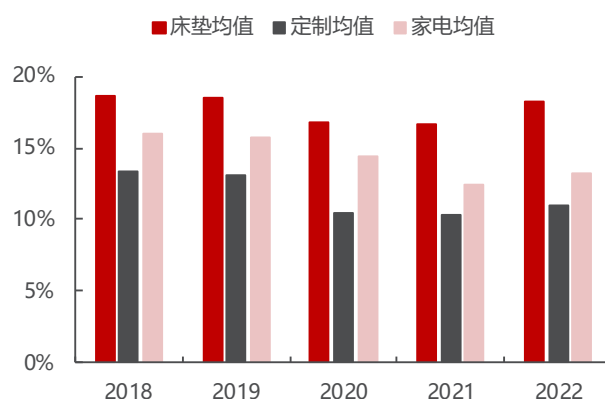
**持续高销售费用率打造自主品牌，龙头先发优势显著**。过去中国床垫企业主要依靠国外代工业务赚取少量利润，慕思、喜临门等床垫企业率先崛起，通过高销售费用率及广告费用率打造本土品牌。床垫龙头企业销售费用率均值始终高于定制企业及家电企业，2022 年床垫龙头企业销售费用率均值为 18.23%，而家电及定制行业分别为 13.21%和 10.96%。广告费用率方面，床垫龙头企业均值亦高于定制企业，2022 年床垫龙头企业广告费用率均值为 5.69%，是定制企业的 2.65 倍。2019-2021 年间，除梦百合外，头部床垫企业自主品牌销售占比均超 50%。多年销售及广告费用投入积累品牌知名度优势，在流量日益分散的今天，新进入者想要快速树立品牌形象更为困难，龙头企业优势显著。

图69：各床垫企业自主品牌销售占比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图70：床垫、定制、家电行业龙头销售费用率均值



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

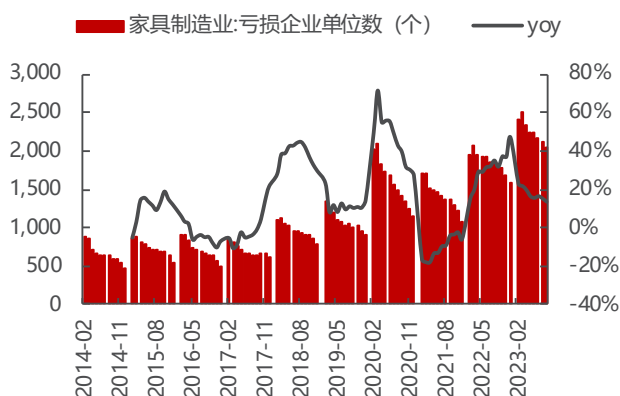
注：床垫行业选取慕思股份、喜临门、梦百合、顾家家居、敏华控股、远超智慧、趣睡科技；定制行业选取欧派家居、金牌厨柜、索菲亚、好莱客、皮阿诺、志邦家居；家电行业选取美的、格力、苏泊尔、老板电器、九阳股份。

**床垫价格带区间较广，单一品牌难以全部覆盖，多品牌矩阵模式更为可行**。床垫主流价格带范围较广，龙头企业的主品牌大多覆盖中端到高端价格带，通过子品牌（如喜临门的喜眠和顾家的天禧派）覆盖低端价格带，防止拉低主品牌调性。展

望未来,在品牌打造愈发困难的今天,床垫龙头企业可能通过收购定位于其他价格带的成熟品牌实现价格带扩张。例如参考美国,泰普尔主打高端价格带,而其收购的丝涟主打中低端价格带,二者实现了产品定位互补;丝涟亦于1983年收购了Stearns & Foster完善高端价格带布局。

**床垫龙头企业手握大量现金,行业有望进入并购集中阶段。**近年来由于房地产下行、疫情影响终端消费等原因,家具制造业亏损企业数量持续上升,2023年9月亏损企业2043家,同增13.7%,占比27.9%。同时,床垫龙头企业大多现金充裕,截至2023年9月30日,慕思股份/喜临门/顾家家居/敏华控股账面现金38/17/53/36亿元,现金充裕,为后期并购奠定基础。

图71:家具制造业亏损企业数及增速



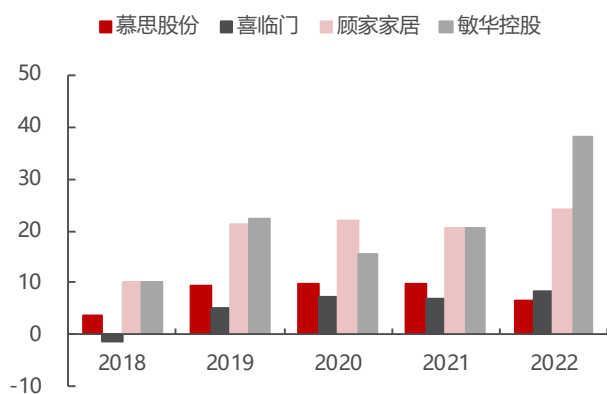
资料来源:同花顺,民生证券研究院

图72:家具制造业亏损企业数量占比



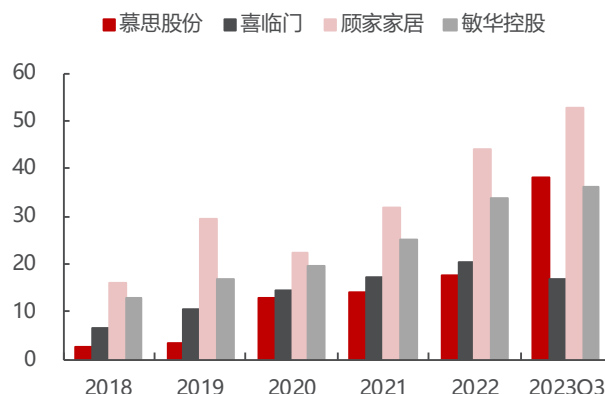
资料来源:同花顺,民生证券研究院

图73:床垫龙头企业经营活动现金流净额(亿元)



资料来源:同花顺,民生证券研究院

图74:床垫龙头企业货币资金(亿元)



资料来源:同花顺,民生证券研究院

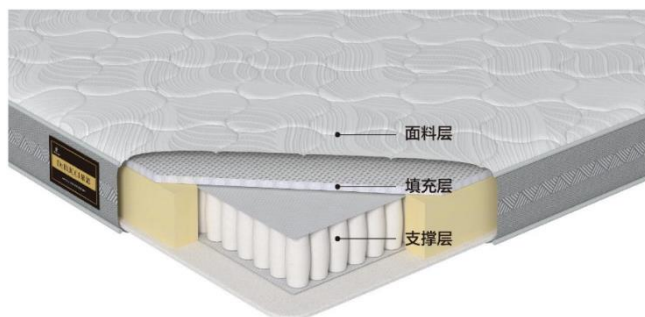
## 3 油烟机行业 vs 床垫行业：说好品牌的故事，借助飞轮实现增长

### 3.1 油烟机 vs 床垫：产品简单，高后悔成本+高频使用塑造品牌溢价

同样作为房地产后周期行业的床垫和油烟机品类有其相似点：产品相对简单，技术革新不大，产品能持续保持高毛利率，且需要高费用率打造和维持。

**产品相对简单。**床垫一般由面料层、填充层和支撑层三部分构成。面料层是床垫的最外层，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；支撑层一般由弹簧构成，用于提升床垫的稳定性和支撑性。抽油烟机主要由机壳、风道、风机、止回阀、集排油装置、照明装置、电源开关和电源线等构成，其中电机是油烟机的核心部分。

图75：床垫结构



资料来源：慕思股份招股书，民生证券研究院

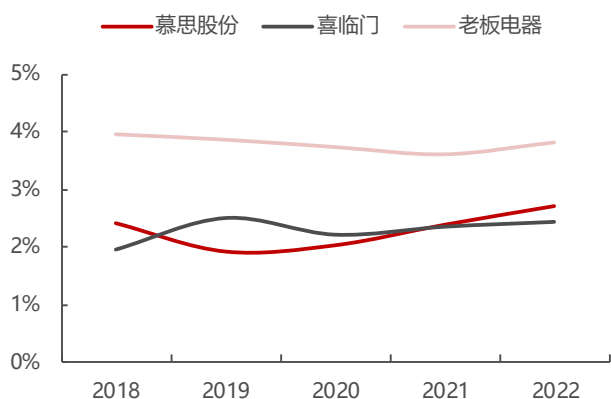
图76：油烟机结构



资料来源：中厨号，民生证券研究院

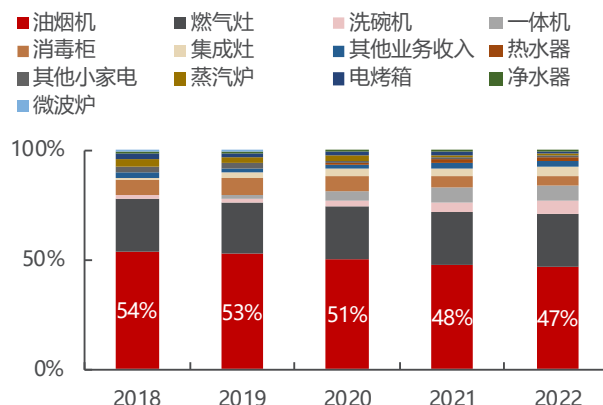
**产品以微创新居多，潜在进入者的后发优势不强。**2022 年慕思股份/喜临门/老板电器研发费用率 2.7%/2.4%/3.8%，其中慕思和喜临门研发费用率较低，我们认为老板电器研发费用率高于床垫企业主要系厨电多品类拓展所致。2018-2022 年老板电器油烟机收入占比从 54%下降到 47%，燃气灶、洗碗机、集成灶、热水器等新品类占比持续提升，对新品类的拓展需要研发投入支撑，因此研发费用相对较高。而油烟机品类产品革新较难，缺乏产品差异化且品牌认知相对较弱的潜在进入者较难出现弯道超车机会。

图77：慕思股份、喜临门、老板电器研发费用率



资料来源：同花顺，民生证券研究院

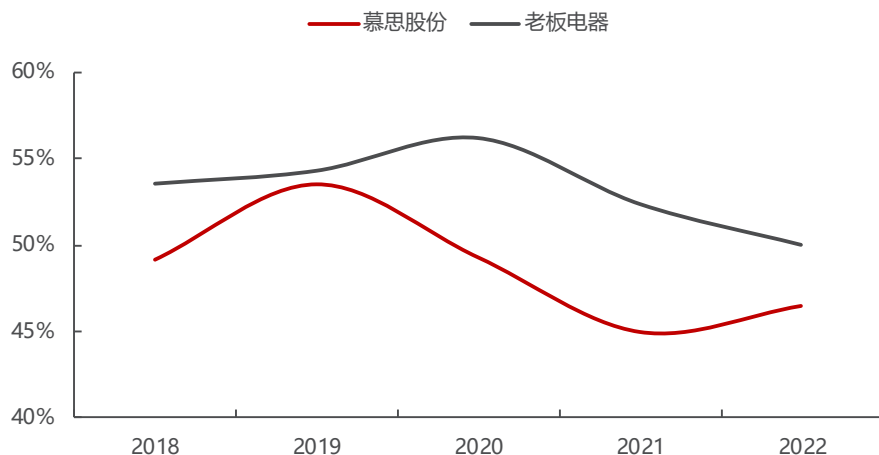
图78：老板电器分产品收入占比



资料来源：同花顺，民生证券研究院

**产品持续维持高毛利率。**2022 年慕思股份/老板电器毛利率 46.5%/50.0%，2018-2022 年间两公司毛利率均维持在 50%左右，个别年份因渠道结构变化、原材料价格变动等略有波动。

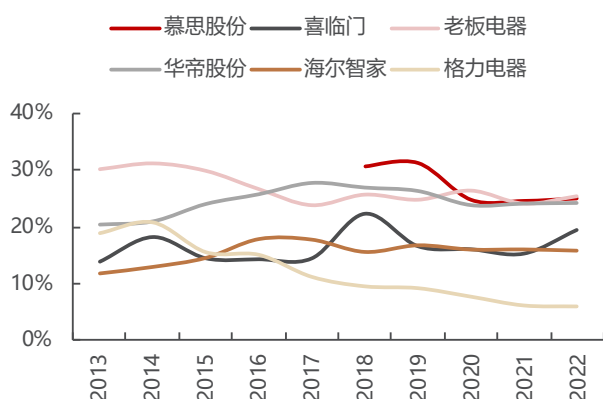
图79：慕思股份及老板电器毛利率



资料来源：同花顺，民生证券研究院

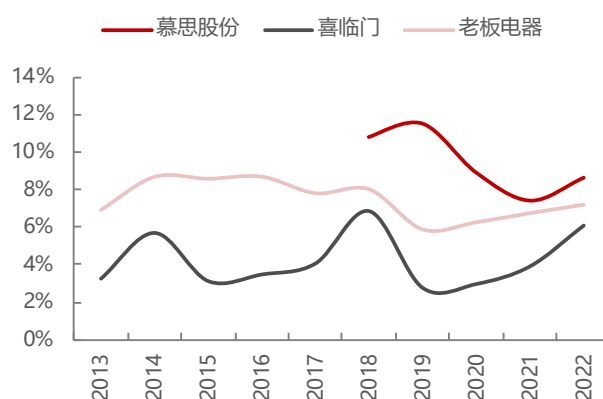
**高毛利率来自高销售费用率打造的品牌溢价。**2022 年慕思股份/喜临门/老板电器/华帝股份销售费用率 25%/20%/25%/24%，显著高于白电企业海尔智家/格力电器的销售费用率 16%/6%。2022 年慕思股份/喜临门/老板电器广告费用率分别为 9%/6%/7%，均较高。

图80：各企业销售费用率



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图81：各企业广告费用率



资料来源：同花顺，民生证券研究院

**高后悔成本+高频使用，油烟机需要品牌背书产品质量。**油烟机的高费用率高毛利率模式主因：1) 高后悔成本，安装复杂，拆卸困难。油烟机在家电品类中更具备装修属性，相对空调、电视、小家电等品类安装更为复杂，如需更换需要专业人士上门拆卸，具有较高的后悔成本。2) 高频使用，提供生活体验。油烟机的涉及一日三餐，使用频率相对空调、电视、小家电等更高，消费者能清楚感知到产品效果。高后悔成本+高频使用，消费者需要品牌作为产品质量的背书，因此油烟机品牌较为重要，企业需要通过高费用率打造品牌溢价维持高毛利率。

**油烟机是品牌驱动品类，而非产品驱动或渠道驱动。**基于重品牌的品类特性，油烟机是通过品牌驱动的品类，相关企业通过高销售费用投入打造品牌力从而抢占市场。相对而言，油烟机产品趋同、微创新，产品及渠道并非行业的核心驱动力。

## 3.2 向老板电器学习，坚持营销驱动+顺应渠道变化实现飞轮正循环

### 3.2.1 差异化营销大吸力，打造大吸力核心卖点完成 0→1 跨越

老板通过“大吸力”油烟机定位占据消费者心智，2012年一份市场调查报告显示，消费者对于吸油烟机最关注三个点分别是吸力大、低噪音和免拆洗。老板创新性提出“大吸力”概念，抓住消费者痛点并持续针对性宣传、升级，抢占消费者心智，打造高端品牌。

**打造“大吸力”定位，产品迭代升级。**公司深耕油烟机行业，早在1986年公司就制造出了第一代油烟机，是第一批进入油烟机行业的企业之一。2008年，公司独创双劲芯技术，17m<sup>3</sup>大风量助力老板第一代大吸力油烟机诞生；2012年，老板推出了全新双劲芯 2.0 风机系统，第二代大吸力油烟机面世并首次提出大吸

力油烟机“拢吸、强力、速排、节能”四大标准；2014年，老板将智能系统与厨电进行融合，大吸力油烟机8700搭载ROKI系统，成为第三代大吸力油烟机；2017年，老板推出第四代大吸力标准，大吸力油烟机8229S、8230S将风压提升至2倍，在增加风量的基础上不增加噪音。2021年，双腔大吸力油烟机亮相，大吸力油烟机进一步升级，“智判、双拢、直吸、变频、免洗”是第五代产品要求。

图82：大吸力系列发展历程

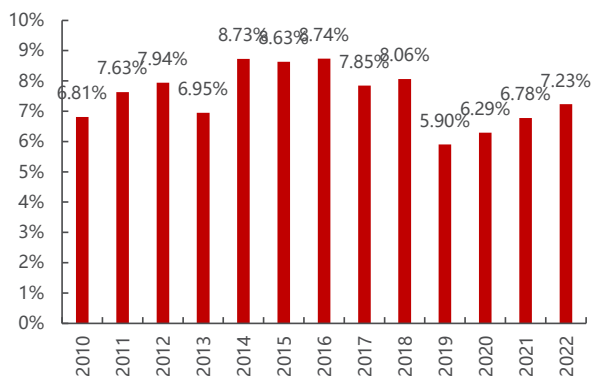


资料来源：老板电器官网，民生证券研究院

**广告投放聚焦权威平台，深化“大吸力”、“高端化”的品牌定位。**2012年，公司与具有权威性的中央电视台合作，在黄金时段播放“有爱的饭”主题广告；2013年，公司在央视一套及多家热门卫视播放“大吸力油烟机”广告，权威知名媒体光环促使公司高端的品牌形象成功树立。2015年起，公司总部与代理商协同发力，电视端继续与央视全国权威媒体合作，移动端与微信、新闻客户端等新媒体合作；代理商通过当地电视端、地铁广告、户外大屏宣传品牌。

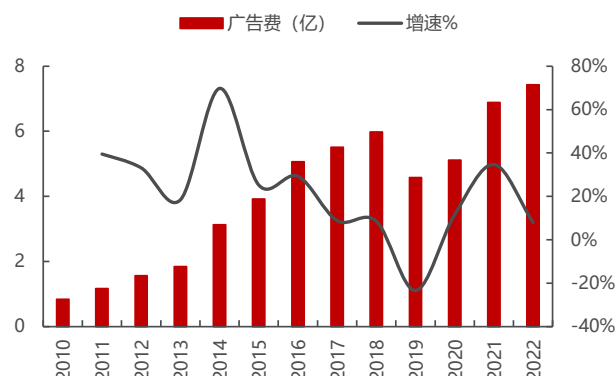
**高广告费用率支撑品牌形象。**为持续维持高端品牌形象，老板投入较高的广告费用，2010-2022年，广告费用CAGR为19.93%，2022年，公司广告费用为7.43亿元，占营业收入的7.23%。

图83：老板电器广告费用率



资料来源：iFind，民生证券研究院

图84：老板电器广告费及增速

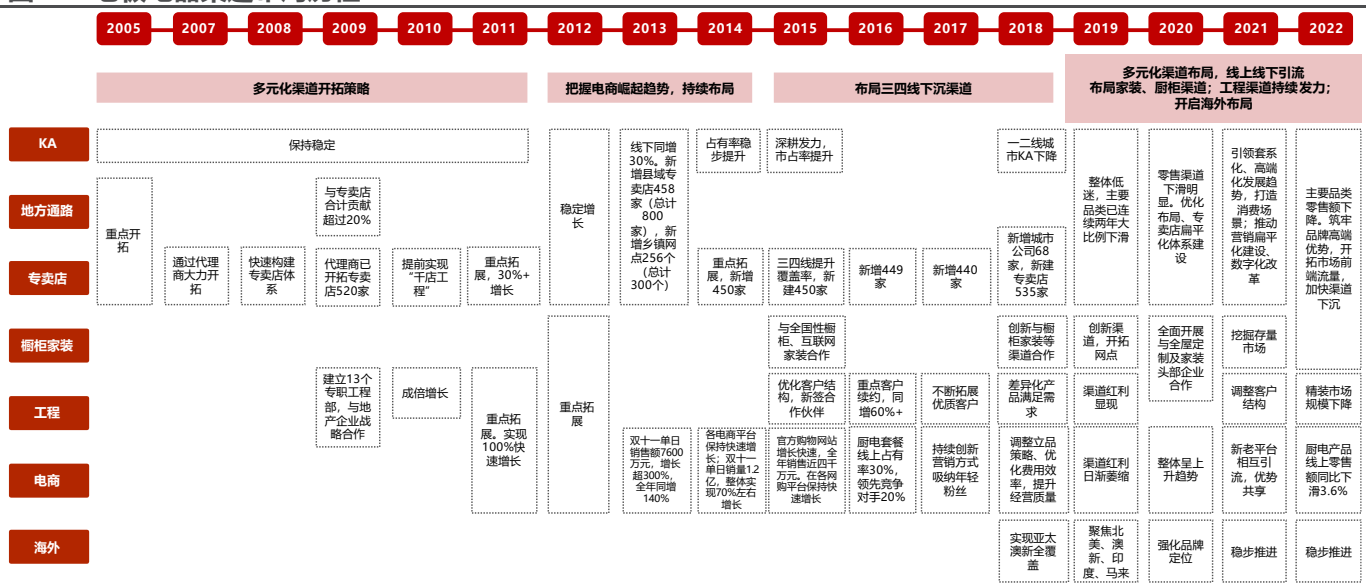


资料来源：iFind，民生证券研究院

### 3.2.2 紧跟时代变化，多元化渠道布局实现 1→10 增长

老板电器精准把握渠道变迁，抓住电商、下沉渠道变革，实现持续扩张。渠道方面，老板 2005 年前以 KA 渠道为主，2005 年起开始拓展专卖店、地方通路等自身终端网络，2012 年公司把握电商渠道发展契机持续布局电商渠道，打开新的增长路径，2014 年公司开始布局三四线下沉市场，进一步拓宽高端厨电消费群体，2019 年至今，公司坚持多元化渠道布局，并发力布局家装及工程渠道。

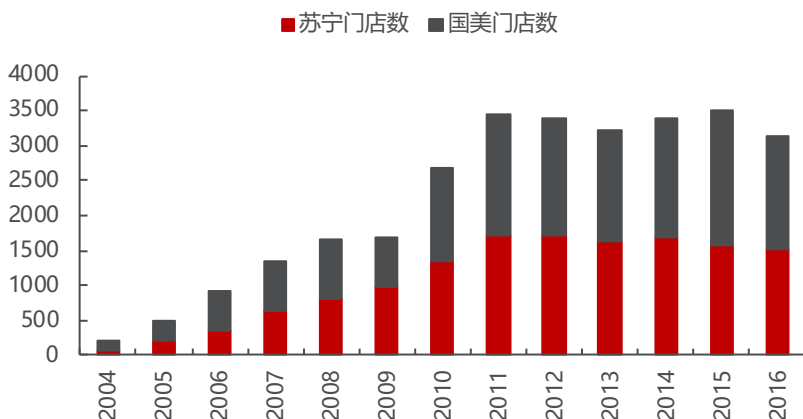
图85：老板电器渠道布局历程



资料来源：老板电器公告，民生证券研究院

2005 年之前：KA 渠道为主，跟随 KA 卖场扩张。2005 年以前，公司产品绝大部分通过 KA 进行销售，KA 的迅速发展使得公司销售规模亦随之大幅增加。截至 2009 年，老板的 KA 渠道进店数量为 1807 家门店，进店率为 75%。2011 年后苏宁及国美门店数进入平稳阶段，老板较难通过进驻更多 KA 门店获得增长。

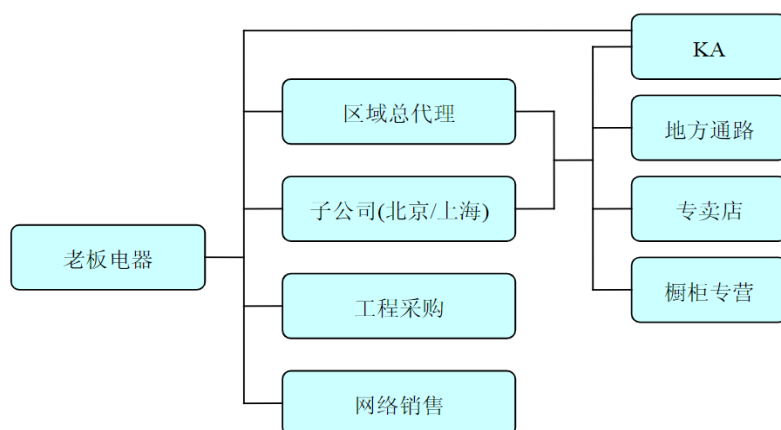
图86：苏宁及国美门店数（家）



资料来源：同花顺，各公司公告，民生证券研究院

**2005-2011年：地方通路、专卖店渠道拓展。**随着KA的逐步发展，其单边议价能力随之增加，渠道费用亦随之增长。同时，KA主要集中在一二级市场的特点导致公司产品三四级市场的推广受到限制。因此公司自2005年开始逐步拓展终端销售渠道，在保持KA渠道稳定的前提下，实行多元化渠道开拓策略，特别是地方通路和专卖店渠道的开拓均取得较好的成果。2009年公司地方通路和专卖店渠道的销售收入贡献率均达到20%以上。

图87：2010年老板电器分销渠道示意图



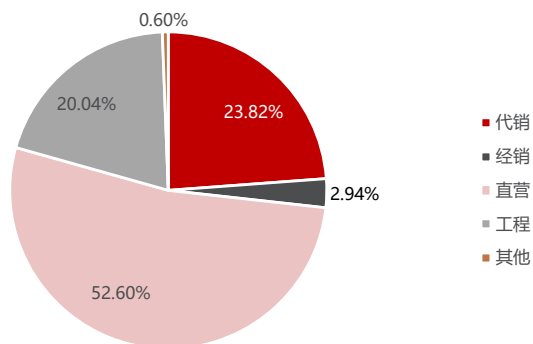
资料来源：老板电器招股书，民生证券研究院

**2011-2014年：把握电商发展机遇，穿越地产周期。**早在2009年公司就前瞻性地进驻了淘宝平台，设立了网络营销部，2011-2013年电商收入均翻倍增长，2013年“双十一”单日销售额就达到了7600万元，全年电商收入同增140%。2016年厨电套餐线上市占率达29.6%，领先竞争对手20%。

**2014-2019年：分拆代理商拓展三四线下沉市场。**老板主要通过代理商拓展市场，代理商统领一个区域的经销权，一级经销商发展二三级经销商，再进一步管理对应的KA、专卖店、地方通路等渠道。由于代理商本身管理能力有限，且老板高端定位的消费群体主要集中在一二线城市，代理商没有动力或能力推动渠道下沉至三四线城市。因此2014年老板开始推进“千人合伙人”计划，分拆代理商，缩小一级代理商的管辖范围，促进其进行渠道下沉，当年分拆代理商12家，次年分拆代理商8家。2016年开始设立城市公司进行管理，2016-2018每年在三四线城市新开400-500家左右专卖店。

**2019年至今：多元化渠道协同发展，发力工程、家装渠道。**2019年工程渠道红利显现，收入同增90%，公司通过优化客户结构、增加新品渗透率持续发力精装市场，贡献收入。此外，2019年公司开始创新性地与定制企业及家装公司合作，抢占前端流量入口挖掘存量市场。海外方面，持续优化高端品牌布局，推进品牌国际化。

图88：2022 年老板电器分渠道收入占比

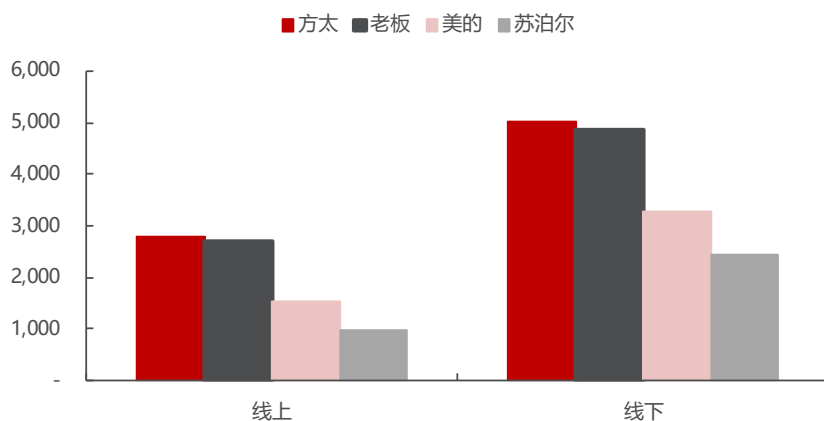


资料来源：老板电器公司公告，民生证券研究院

### 3.3 品牌第一性原理，行业集中度持续提升

**跨界企业难以进入油烟机市场。**苏泊尔、美的及小米等跨界企业亦有油烟机产品，其产品主打性价比，价格约为老板、方太的一半，但经过多年经营亦未能抢占老板及方太的市场份额。我们认为主要系油烟机品类具有高后悔成本+高频使用的特点，消费者需要品牌作为产品质量的背书，行业主要由品牌驱动，因此低价竞争并非抢占市场的优质策略。

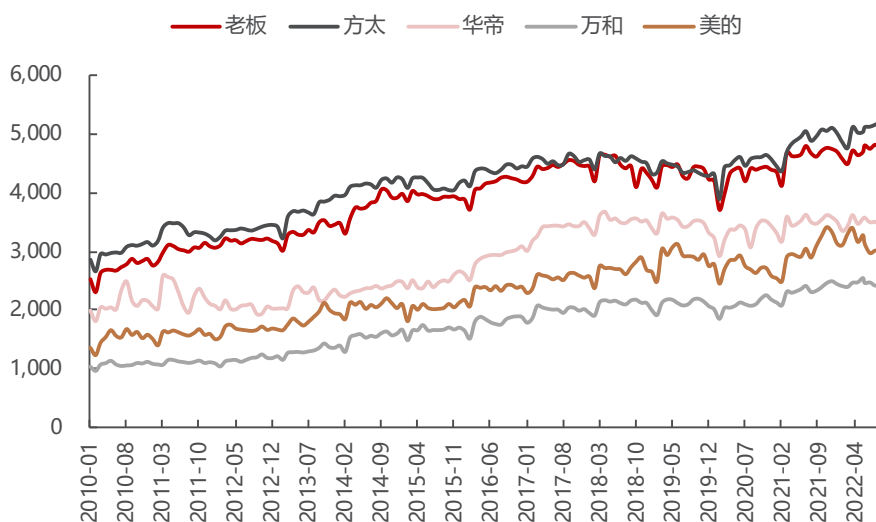
图89：2022 年主要油烟机企业线上/线下油烟机销售均价（元）



资料来源：奥维云，民生证券研究院

**吸油烟机持续提价。**油烟机品类零售均价持续提升，2010年1月-2022年9月老板/方太的零售均价分别从2540/2867元/台提升至4745/5196元/台，CAGR为5.34%/5.08%。

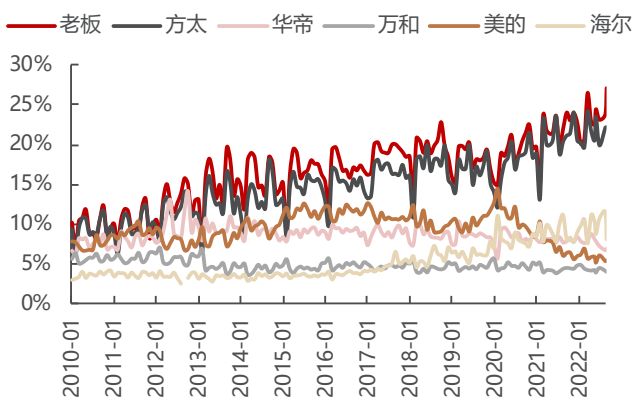
图90：吸油烟机分品牌零售均价（单位：元/台）



资料来源：中怡康，民生证券研究院

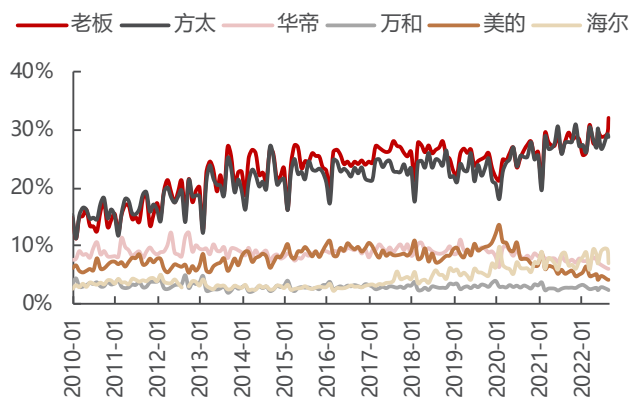
**老板、方太占据油烟机行业龙头。**受益于老板和方太的持续品牌塑造、渠道建设，吸油烟机行业集中度持续提升，2010年1月-2022年9月，老板电器的零售量/零售额份额分别从10.1%/14.8%提升至27.0%/32.2%，行业零售量/零售额的CR2从19.3%/30.0%提升至49.1%/61%。

图91：分品牌零售量份额



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图92：分品牌零售额份额



资料来源：中怡康，民生证券研究院

**结论：对于如床垫、油烟机这种高后悔成本、高频使用的产品，价格和渠道不是第一性原理，消费者更倾向于一步到位买到适合的产品，买的是品牌和故事。**

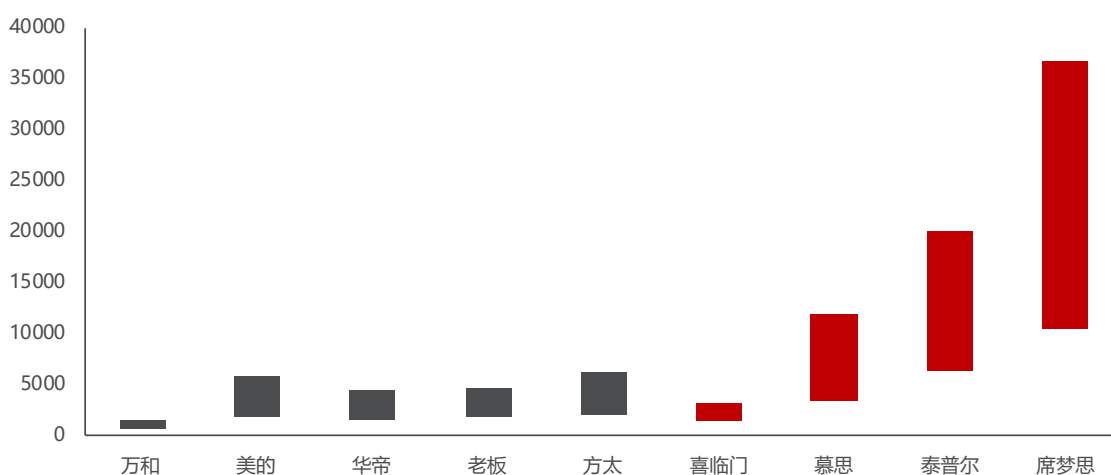
### 3.4 不同点：价格带宽度差异带来集中度提升路径不同

**床垫行业集中度显著低于油烟机行业，主要系油烟机品类更易形成品牌意识。**

20 世纪 80 年代，伴随国家“西气东输”政策燃气灶兴起，替代了蜂窝煤炉灶，油烟机也凭借着优秀的净化效果、美观度等取代了排气扇成为了厨房必备电器。油烟机天然存在着保障厨房安全、净化厨房空气的作用，同时其安装较为复杂，售后成本高，因此消费者更为重视该品类的产品质量，较易形成品牌意识。而反观床垫品类提供的主要功能为提升睡眠质量，对于睡眠质量的重视在近年来才逐渐兴起，来源于各床垫企业的持续消费者教育，消费者对于床垫的重视崛起较晚，品牌意识形成亦较晚，因此行业集中度尚未明显提升。

**对比我国油烟机行业及美国床垫行业集中历程，床垫企业通过大量并购实现行业集中，而我国油烟机行业则较少发生并购。**从并购目的上看，床垫企业通过横向并购实现价格带互补，例如高端品牌泰普尔收购中端品牌丝涟。床垫和油烟机行业集中路径的不同主因产品价格带宽度不同，以线上价格带为例，油烟机低端品牌万和价格带在 599-1349 元之间，高端方太产品在 1999-6080 元之间，而床垫中端品牌喜临门价格带在 1449-3199 元之间，高端品牌席梦思价格带在 10380-36760 元之间，床垫品类价格带更宽，不同品牌定位之间差距更大，因此需要通过横向品牌并购实现互补，而较难通过原有品牌进行价格带扩张。

图93：主要油烟机、床垫品牌线上产品价格带（元）



资料来源：京东，民生证券研究院

注：选取油烟机品牌单油烟机产品、床垫品牌单床垫产品价格，选取中间 80%产品价格带。

**展望床垫行业：持续整合，利润率维持高位。**复盘油烟机行业，依托消费者对品牌的重视，行业实现了持续整合和持续提价。展望床垫行业，我们认为与油烟机品类相似的床垫行业亦能实现集中度提升及高端化。1) 集中度提升：油烟机企业凭借品类高售后成本+高使用频率带来的对品牌的重视，持续高销售费用率、广告

费用率投入塑造差异化品牌形象抢占市场份额。对标床垫行业，在各企业持续消费者教育下，消费者对睡眠的重视程度持续提升，叠加品类的高后悔成本+高使用时间，亦会带来消费者对品牌的重视，头部企业凭借多年销售费用投入塑造的差异化品牌形象有望实现集中。2) 提价能力：对标油烟机销售价格持续提升，跨界企业低价竞争策略失效，我们认为床垫行业销售价格有望进一步提升，行业利润率维持高位。

**与油烟机行业不同点：横向并购整合。**由于床垫价格带相较于油烟机更宽，床垫企业难以通过单一品牌覆盖全价格带，因此需要横向并购品牌实现整合。同时，床垫运输较为困难，因此地方性品牌较多，头部企业亦可通过并购实现区域扩张。对标美国床垫行业，在行业下行周期中通过横向并购实现集中度的提升。

## 4 重点公司：行业龙头多品牌、多品类、多渠道布局

### 4.1 慕思股份：品牌优质，现金流充足

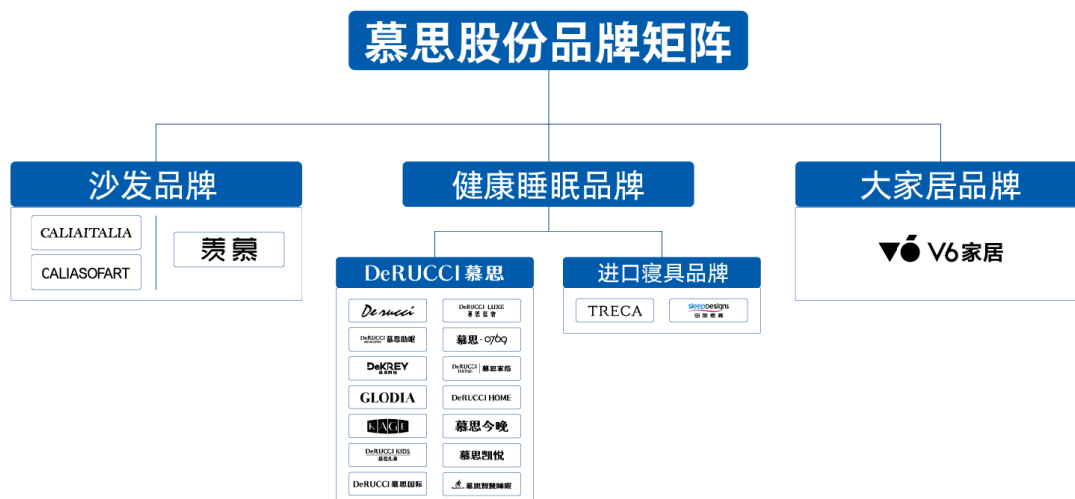
慕思股份系集研发、设计、生产、销售、服务于一体的床垫行业龙头企业。产品方面，公司核心产品为床垫，亦有床架、床品等其他寝具产品，公司持续拓展沙发、定制等新品类，通过核心优势产品床垫实现连带套餐销售，提升客单值。品牌方面，公司拥有健康睡眠、大家居、沙发三大主力品牌，其中健康睡眠品牌包括中高端慕思品牌（涵盖智慧睡眠、意简、蓝奢、0769、3D、凯奇等系列）、进口寝具TRECA和思丽德赛；大家居品牌为V6；沙发品牌包括高端品牌CALIA及中端品牌羡慕。

图94：慕思主要产品



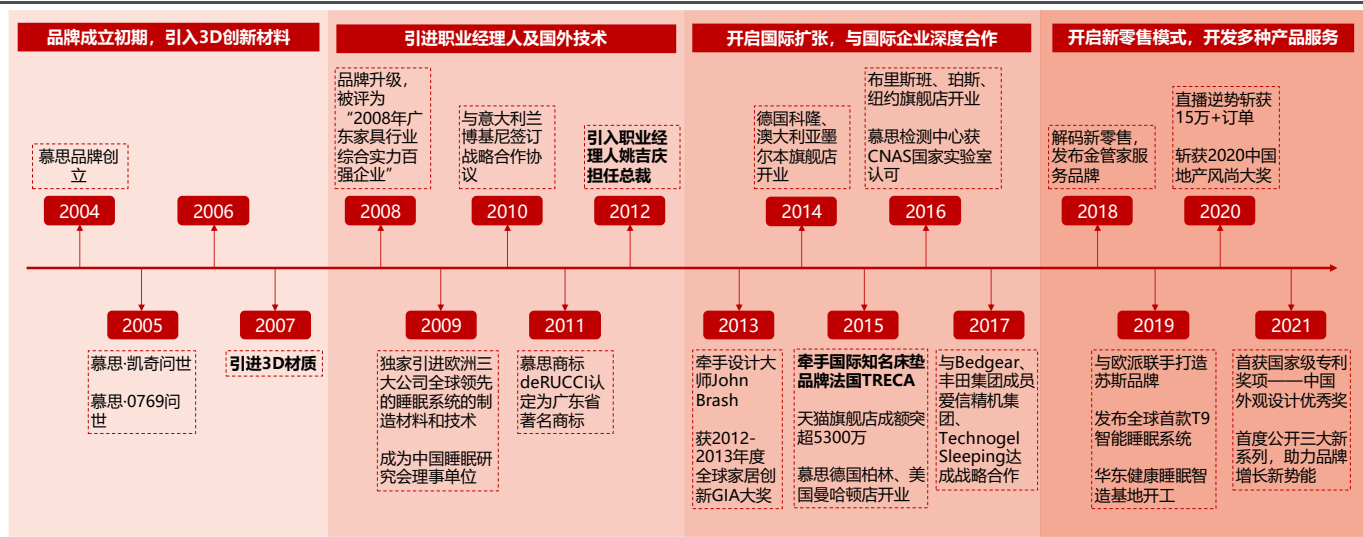
资料来源：慕思股份公司公告，民生证券研究院

图95：慕思股份品牌矩阵



资料来源：慕思股份公司公告，民生证券研究院

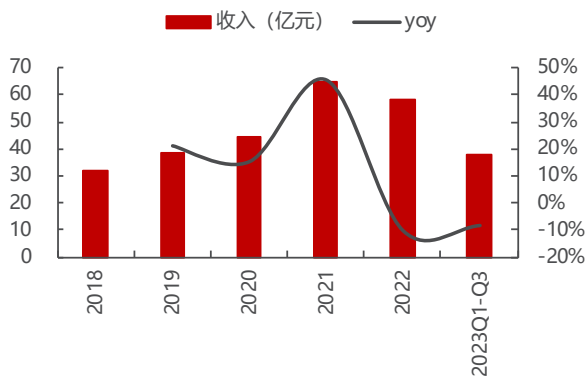
图96：慕思股份发展历程



资料来源：慕思股份官网，民生证券研究院

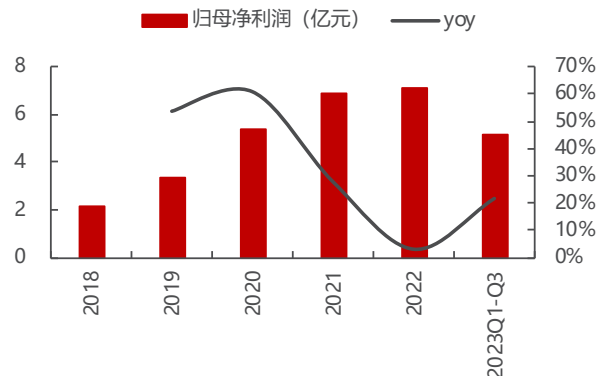
**净利润增长稳健。**2018-2021 年公司通过门店扩张实现收入、利润高速增长，2022 年受疫情及房地产下行影响收入下滑，2023Q1-Q3 由于终端消费复苏不及预期叠加直供欧派业务停止，公司营收承压。但公司在行业承压背景下通过终端渠道改革和门店重装，推动套餐销售，提升连带率从而提升客单值，叠加持续降本增效，公司归母净利润持续提升。

图97：慕思股份收入及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图98：慕思股份归母净利润及增速



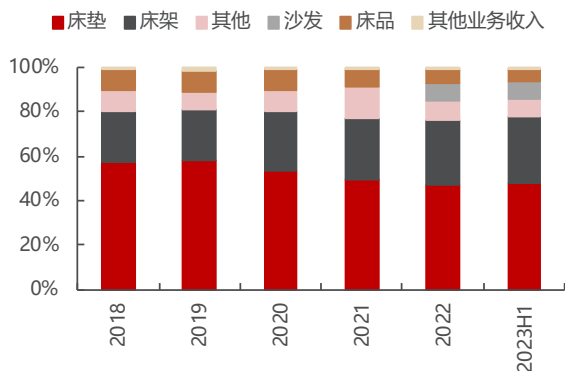
资料来源：同花顺，民生证券研究院

**分产品看，品类拓展、连带率提升。**2023H1 公司床垫/床架/其他/沙发/床品收入分别占比 48%/30%/8%/8%/5%。公司产品品类逐渐丰富，从床垫、床架等寝具拓展到沙发、定制柜等品类，同时推动套餐销售，床垫、床架连带率及主客卧连带率以及卧室和客厅连带率均持续提升，通过核心优势产品床垫带动其他品类销售，从而提升店效，在线下零售渠道承压背景下支撑收入增长。

**分渠道看，电商高速增长，线下较为稳健。**2022 年公司经销/电商/直供/直营收入分别占比 67%/14%/13%/5%/1%。公司近年来大力发展电商业务，电商收入占比持续提升，线下方面推动经销商改革和门店重装，提升店效，在行业线下零

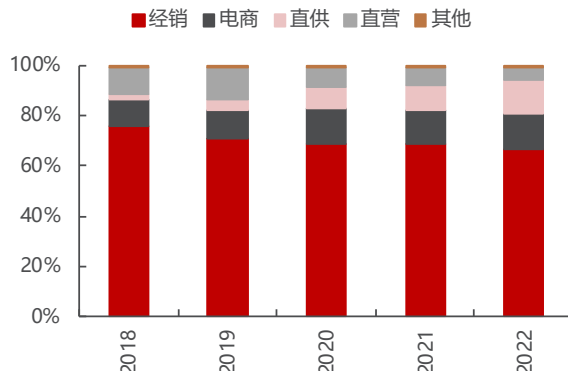
售承压的背景下较为稳健。

图99: 慕思股份分产品收入占比



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

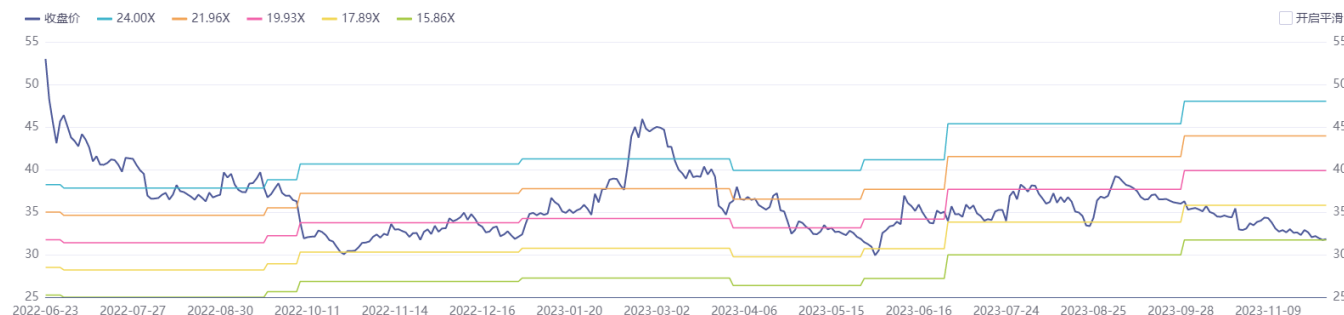
图100: 慕思股份分渠道收入占比



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

慕思股份目前 PE-TTM 仅 15.91X, 估值处于上市以来低点。慕思持续深耕健康睡眠领域, 打造中高端品牌形象, 经销商素质高, 电商蓬勃发展, 看好公司持续渠道扩张。

图101: 慕思股份 PE-TTM Bands



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

注: 股价单位为元, 数据截至 2023 年 12 月 1 日

慕思持续深耕健康睡眠领域, 打造中高端品牌形象, 经销商素质高, 电商蓬勃发展, 看好公司持续渠道扩张。我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 8.12/9.05/10.27 亿元, 当前股价对应 PE 为 15X/14X/12X, 维持“推荐”评级。

风险提示: 终端销售不及预期; 渠道开拓不及预期; 房地产市场波动。

表10: 慕思股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,813	6,038	6,765	7,622
增长率 (%)	-10.3	3.9	12.0	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	709	812	905	1,027
增长率 (%)	3.3	14.6	11.4	13.4
每股收益 (元)	1.77	2.03	2.26	2.57
PE	18	15	14	12
PB	2.8	2.7	2.4	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 5 日收盘价)

## 4.2 喜临门：宽价格带覆盖，电商渠道领先

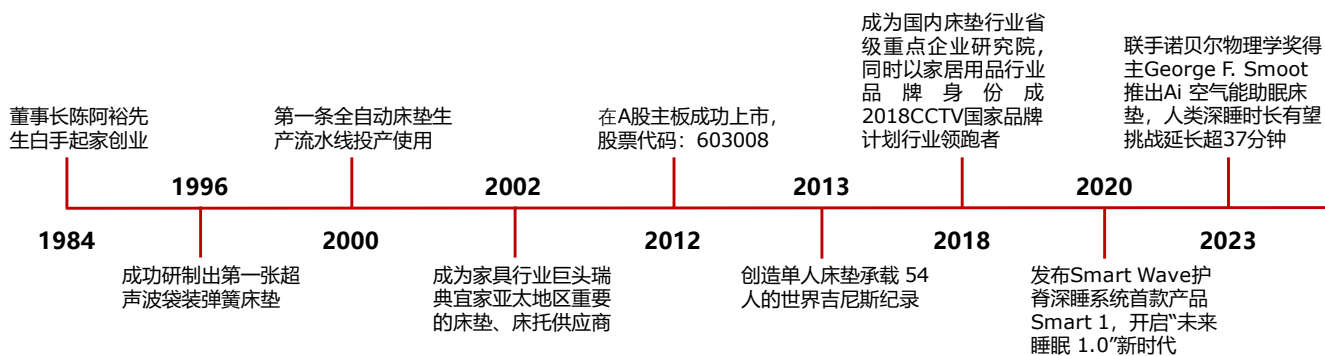
喜临门系床垫行业龙头企业，主要业务为设计、研发、生产和销售以床垫为核心产品的高品质客卧家具。产品端，以床垫、床为核心，拓展了沙发及其他配套客卧家具品类。品牌端，公司打造了多品牌矩阵，包括主品牌喜临门（旗下包括“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”及“可尚”系列）、下沉品牌喜眠以及意大利沙发品牌 M&D。

表11：喜临门主要品牌系列

品牌	产品系列	图标	产品简介
喜临门	“净眠”系列		产品以“精致、优雅、专业”作为核心价值主张，以床垫为核心，兼具软床、沙发。该系列床垫以“HMSX”为产品架构，提供更适合国人健康的床垫及卧室睡眠空间。
	“法诗曼”系列		该系列是公司旗下定位一、二、三线年轻消费群体，主打新婚刚需，满足一站式购物体验，解决中小户型需求的时尚品牌系列。
	“爱尔娜”系列		该系列定义为轻奢风格，定位高端客户群体，采用独具匠心的金属制作以及工艺技术，尽显产品品质感，摩登感，透露对精致考究的生活态度：“雅致轻奢，精致生活”
	“布拉诺”系列		该系列定位于年轻群体，倡导环保，颜值，舒适，品质的生活理念。追求可持续发展的融合创意理念，打造亲肤、舒适的产品，专为青睐布艺的年轻消费群体设计。
喜眠	“可尚”系列		该系列以意式风格为主体，兼顾市场流行元素，采用艺术、雅致、奢逸的设计理念、完美的设计比例以及考究的工艺材质为消费者创造了一个高品质的居家生活环境。
	“喜眠”系列		喜眠系列产品涵盖卧室空间，延展至全屋空间，一体化的卧室空间舒适布局，贴合低线城市的市场需求。
	“Chateau d'Ax”系列		产品创立于1948年意大利米兰的原创高端进口客厅家具，涵盖客厅、餐厅及卧室空间的沙发家具，多款真皮、超微布艺面料收录，并配以丰富的款式和多种色彩选择。
M&D	“M&D Milano & Design”系列		该系列产品包含全头层皮沙发、皮床及意大利原装进口客餐厅家具。拥有上乘的品质、高雅经典的原创款式、醇正的意大利设计风格及先进的制造工艺。
	“M&D CASA”系列		该系列产品拥有极高性价比，人体接触面使用真皮，非接触面使用新型再生材料及仿真皮，旨在兼顾品牌价值及经济价值。

资料来源：喜临门年报，民生证券研究院

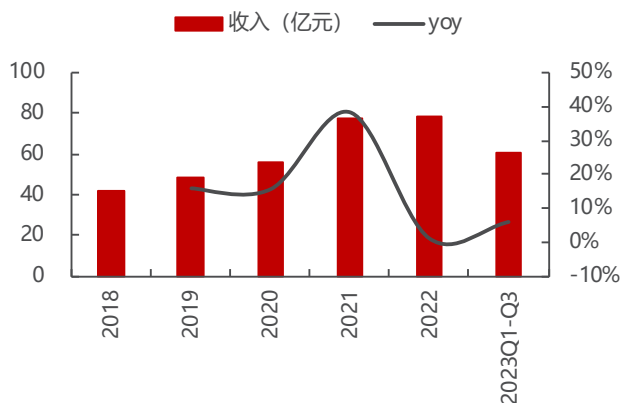
图102：喜临门发展历程



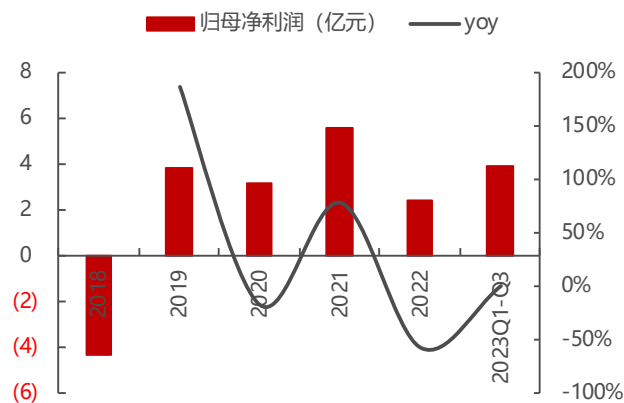
资料来源：喜临门官网，民生证券研究院

**收入增速回暖。**收入端，2018-2021年公司通过拓展沙发品类、门店扩张实现收入、高速增长，2022年受疫情及房地产下行影响收入增速放缓，2023Q1-Q3

公司线下持续拓展门店、线上持续发力，收入增速回暖。利润端，2018 年因旗下影视业务业绩不及预期带来商誉减值亏损，2022 年受疫情影响盈利承压。

**图103: 喜临门营业收入及增速**


资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

**图104: 喜临门归母净利润及增速**


资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

喜临门目前 PS-TTM 仅 0.88X，处于历史低位。喜临门产品覆盖高中低端市场，电商业务稳健成长，积极开拓新兴渠道，看好公司未来持续成长。

**图105: 喜临门 PS-TTM Bands**


资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

注: 股价单位为元, 数据截至 2023 年 12 月 1 日

喜临门产品覆盖高中低端市场，电商业务稳健成长，积极开拓新兴渠道，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 5.5/6.4/7.5 亿元，当前股价对应 PE 为 13x/11x/9x，维持“推荐”评级。

风险提示：终端销售不及预期；渠道开拓不及预期；房地产市场波动。

**表12: 喜临门盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,839	8,625	9,911	11,312
增长率 (%)	0.9	10.0	14.9	14.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	238	551	643	752
增长率 (%)	-57.5	131.9	16.7	17.0
每股收益 (元)	0.61	1.42	1.66	1.94
PE	30	13	11	9
PB	2.0	1.9	1.6	1.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 5 日收盘价)

## 5 投资建议

得益于较高的提价能力和持续增加的换新需求，量价齐升下床垫行业抗周期能力强。对标美国，我国床垫行业的集中度仍有较大提升空间。目前渠道红利消退、流量分散背景下，企业亟需通过品牌建设抢占消费者心智形成指名购买从而提升引流效率，获得竞争优势。龙头企业深耕多年，可以通过深化多年积累的品牌形象打造差异化，具有先发优势，同时对标美国，床垫行业有望进入并购整合阶段，集中度有望提升，推荐床垫行业龙头企业慕思股份和喜临门。

**表13：重点公司盈利预测、估值与评级**

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
001323.SZ	慕思股份	31.05	1.77	2.03	2.26	18	15	14	推荐
603008.SH	喜临门	18.30	0.61	1.42	1.66	30	13	11	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2023年12月5日收盘价)

## 6 风险提示

**1) 房地产销售不及预期。**床垫是房地产后周期行业，受房地产市场影响较大，目前新房和二手房销售数据仍不明朗，若数据持续疲软，将对床垫行业需求造成影响。

**2) 终端渠道拓展不及预期。**床垫企业仍需依靠终端渠道拓展实现收入增长，若由于竞争加剧等原因导致终端渠道拓展不及预期，会对公司业绩产生影响。

**3) 原材料价格波动。**床垫生产成本中原材料占比较高，若上游大宗商品价格出现波动，可能对公司盈利产生影响。

## 插图目录

图 1: 美国房地产发展阶段划分	3
图 2: 在房地产下行周期, 床垫市场规模增速波动低于家具消费增速波动	4
图 3: 美国生产者价格指数	5
图 4: 有益健康的影响因素	5
图 5: 睡不好的影响	5
图 6: 睡眠困扰频率	6
图 7: 受访者选择改善睡眠的方式	6
图 8: 消费者重视的床垫因素排名	7
图 9: 消费者最关注的决策因子	7
图 10: 消费者购买床垫的决定因素	7
图 11: 消费者希望床垫品牌提供的售后服务	8
图 12: 床垫产品材质创新沿革	9
图 13: 美国弹簧床垫数量占比	10
图 14: 泰普尔-丝涟、伍德马克销售费用(百万美元)及销售费用率	10
图 15: 慕思连续 10 年发布睡眠白皮书	11
图 16: 喜临门连续 11 年发布中国睡眠指数	11
图 17: 慕思股份床垫产品经销渠道价值链分布	12
图 18: 1993-2007 年美国床垫销售中换新需求占 70%	12
图 19: 中国及发达国家床垫渗透率对比	13
图 20: 中美人均床垫保有量对比	13
图 21: 我国消费者床垫使用年限	13
图 22: 是否愿意“5 年换床垫, 1 年换枕头”	14
图 23: 当前是否有更换床垫的意愿	14
图 24: 2019 年美国床垫行业 CR5	16
图 25: 2022 年中国床垫行业 CR5	16
图 26: 美国床垫制造商 CR5	16
图 27: 床垫及沙发 SKU 对比(个)	17
图 28: 慕思股份床垫生产成本构成	18
图 29: 床垫、定制、沙发上市公司人工成本占比	18
图 30: 各龙头企业生产成本中人工成本占比对比	18
图 31: 美国主要床垫企业毛利率	19
图 32: 美国主要床垫企业及伍德马克毛利率对比	19
图 33: 2022 年中国主要家具企业成本、费用构成	20
图 34: 1927-1935 年美国床垫出货额(百万美元)	21
图 35: 1947-1954 年美国床垫出货额(百万美元)	21
图 36: king-size 床垫占比	22
图 37: 1962 年推广大尺寸床垫活动	22
图 38: 1967-2000 年美国床垫出货额(百万美元)	23
图 39: 席梦思经典营销	23
图 40: 舒达经典营销	24
图 41: 2002 年美国床垫市场制造商市占率	24
图 42: 2001 年美国床垫销售渠道占比	25
图 43: 2021 年美国床垫销售渠道占比	25
图 44: Casper 盒装床垫	26
图 45: 泰普尔盒装床垫使用步骤	26
图 46: 丝涟\$750 以下床垫收入占比	27
图 47: 2002-2016 年美国非弹簧床垫占比	27
图 48: 2010-2011 年专业/弹簧床垫规模增速对比	27
图 49: 丝涟、泰普尔收入及增速	28
图 50: 丝涟、泰普尔净利润及增速	28
图 51: 丝涟、泰普尔美国外收入占比	28
图 52: 丝涟、泰普尔前五大客户收入占比	28
图 53: 丝涟、泰普尔资产负债率	29
图 54: 丝涟、泰普尔财务费用率	29

图 55: 2013 年泰普尔收购丝涟成本协同来源 .....	29
图 56: 泰普尔-丝涟毛利率变化 .....	30
图 57: 泰普尔-丝涟净利率变化 .....	30
图 58: 泰普尔-丝涟营运能力变化 .....	30
图 59: 泰普尔-丝涟收入及增速 .....	31
图 60: 泰普尔-丝涟净利润及增速 .....	31
图 61: 泰普尔-丝涟经营性现金流净额及增速 .....	31
图 62: 泰普尔-丝涟股份回购及支付股息 (亿美元) .....	32
图 63: 泰普尔-丝涟资本性支出及收购 (亿美元) .....	32
图 64: 泰普尔-丝涟收盘价 (美元) 及 PE-TTM .....	32
图 65: 慕思及喜临门经销门店收入占比 .....	33
图 66: 线下门店数 (家) .....	33
图 67: 美国、喜临门、慕思床垫线上渠道销售占比 .....	34
图 68: 消费者倾向购买床垫的方式 .....	34
图 69: 各床垫企业自主品牌销售占比 .....	35
图 70: 床垫、定制、家电行业龙头销售费用率均值 .....	35
图 71: 家具制造业亏损企业数及增速 .....	36
图 72: 家具制造业亏损企业数量占比 .....	36
图 73: 床垫龙头企业经营活动现金流净额 (亿元) .....	36
图 74: 床垫龙头企业货币资金 (亿元) .....	36
图 75: 床垫结构 .....	37
图 76: 油烟机结构 .....	37
图 77: 慕思股份、喜临门、老板电器研发费用率 .....	38
图 78: 老板电器分产品收入占比 .....	38
图 79: 慕思股份及老板电器毛利率 .....	38
图 80: 各企业销售费用率 .....	39
图 81: 各企业广告费用率 .....	39
图 82: 大吸力系列发展历程 .....	40
图 83: 老板电器广告费用率 .....	40
图 84: 老板电器广告费及增速 .....	40
图 85: 老板电器渠道布局历程 .....	41
图 86: 苏宁及国美门店数 (家) .....	41
图 87: 2010 年老板电器分销渠道示意图 .....	42
图 88: 2022 年老板电器分渠道收入占比 .....	43
图 89: 2022 年主要油烟机企业线上/线下油烟机销售均价 (元) .....	43
图 90: 吸油烟机分品牌零售均价 (单位: 元/台) .....	44
图 91: 分品牌零售量份额 .....	44
图 92: 分品牌零售额份额 .....	44
图 93: 主要油烟机、床垫品牌线上产品价格带 (元) .....	45
图 94: 慕思主要产品 .....	47
图 95: 慕思股份品牌矩阵 .....	47
图 96: 慕思股份发展历程 .....	48
图 97: 慕思股份收入及增速 .....	48
图 98: 慕思股份归母净利润及增速 .....	48
图 99: 慕思股份分产品收入占比 .....	49
图 100: 慕思股份分渠道收入占比 .....	49
图 101: 慕思股份 PE-TTM Bands .....	49
图 102: 喜临门发展历程 .....	50
图 103: 喜临门营业收入及增速 .....	51
图 104: 喜临门归母净利润及增速 .....	51
图 105: 喜临门 PS-TTM Bands .....	51

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 美国三个房地产阶段中床垫规模及家具整体支出 CAGR .....	4
表 2: 部分品牌的试睡服务 .....	8
表 3: 不同种类床垫的特点 .....	9
表 4: 慕思及喜临门消费者教育 .....	11
表 5: 我国床垫市场规模测算关键假设 .....	14
表 6: 我国床垫市场规模测算 .....	15
表 7: 美国床垫主要销售渠道 .....	25
表 8: 2003 年泰普尔主要床垫系列价格 .....	27
表 9: 2020 年“双十一”天猫床垫品类销售排名 .....	34
表 10: 慕思股份盈利预测与财务指标 .....	49
表 11: 喜临门主要品牌系列 .....	50
表 12: 喜临门盈利预测与财务指标 .....	51
表 13: 重点公司盈利预测、估值与评级 .....	52

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026