

家用轻工行业

回顾记忆棉龙头崛起之路，指引国内软体行业前进趋势

核心观点：

- **美国为记忆棉床垫起源地，中国记忆棉床垫渗透率较低。**记忆棉床垫于 1991 年由美国床垫生产商泰普尔研发推出，近年来，从出货量来看美国市场中专业床垫（指采用乳胶、记忆棉特殊材料的床垫，主要是泰普尔和 Sleep Number）占比上升较快，在 2019 年出货量大幅增加 16.2%，总占比上升到 21.9%。记忆棉床垫作为专业床垫的一种，在中国发展历史较短、产品价格偏高，整体普及度较低，在国内仍有较大的发展空间。
- **复盘泰普尔发展历程，四大核心竞争力成就龙头地位。**(1) 重视研发+持续投入。公司耗时 10 年把太空材质记忆棉创新应用到床垫上，此后不断投入研发，新产品、新系列迭出。(2) 全渠道策略+全球化布局。公司加快直销渠道铺设，自有门店数量大幅提升，同时通过收并购与成立海外合资公司，产品远销世界各地 100 多个国家。(3) 品类扩张+品牌梯队完整。横向上品类齐全，覆盖了记忆棉床垫、弹簧床垫、乳胶床垫、床架等，纵向上形成了奢华、高端、中端、平价 4 个价位的完整梯队。(4) 多元营销+全面围绕消费者。公司持续通过电视广告、纸质广告、自媒体、互联网等形式全方位推广产品，广告营销费用投入较大。
- **美国床垫行业集中度提升逻辑：**外在行业不景气和内在规模效应将是驱动行业集中度提升的重要因素。**记忆棉床垫未来成长驱动因素：**存量房更新需求上升和消费升级带动床垫市场整体规模增长；消费者健康意识增强、渠道变革及电动床的普及有利于记忆棉品类渗透率提升。
- **对标中国软体家具市场，我们认为几大因素将利好未来市场格局持续优化：**(1) 外在因素：房地产增速放缓叠加贸易战与反倾销，行业格局变化加剧，关税仍在，高税率促龙头海外代工集中度提升。(2) 内在因素：产品、渠道、物流、产能同时提升，助力国内龙头不断下沉市场。看好未来顾家家居、敏华控股等龙头份额持续提升，行业集中度有望继续上升。详见我们 2020 年 9 月报告《复盘 La-Z-Boy 发展历程，观国内功能沙发成长潜力》、7 月报告《顾家家居：三大核心竞争力详解，龙头扬帆再起航》。
- **风险提示。**对美出口业务受贸易战负面影响；房地产竣工形势低于预期；原材料价格上涨；国内市场竞争加剧。

行业评级

买入

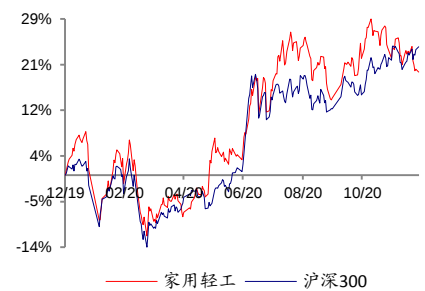
前次评级

买入

报告日期

2020-12-28

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

陆逸



SAC 执证号：S0260519070005



021-38003622



gluyi@gf.com.cn

请注意，陆逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 家用轻工行业:复盘汉森发展之路：具有前瞻视野的韩国家具龙头 2020-11-02
- 海外消费龙头巡礼(六):复盘 La-Z-Boy 发展历程，观国内功能沙发成长潜力 2020-09-16
- 家用轻工行业:借宜得利发展脉络，探国内家居未来发展 2020-08-27

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
顾家家居	603816.SH	CNY	70.14	2020/10/28	买入	71.28	2.13	2.64	32.93	26.57	23.33	18.86	20.90	21.80
敏华控股	01999.HK	HK	17.06	2020/11/16	买入	15.93	0.50	0.64	34.12	26.66	27.84	21.98	22.00	22.00

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

注: 敏华控股合理价值、EPS 均为港元口径, 表中 2020、2021 年的公司数据分别对应公司 2021、2022 财年数据

目录索引

一、投资逻辑	6
二、美国为记忆棉床垫起源地，中国记忆棉床垫渗透率较低	7
（一）美国床垫市场：规模稳健增长，龙头优势显著	7
（二）国内床垫市场：规模快速提升，市场集中度低	8
（三）细分品类——中美记忆棉床垫发展对比	9
三、记忆棉床垫鼻祖——泰普尔发展路径	11
（一）记忆棉床垫的开创者——泰普尔	11
（二）泰普尔发展历程	12
（三）泰普尔的核心竞争力	15
（四）近年业绩表现	21
四、以美为鉴，中国床垫行业集中度与记忆棉品类渗透率有望提升	23
（一）床垫行业集中度提升逻辑	23
（二）细分品类——记忆棉床垫未来成长逻辑	24
（三）国内软体行业：多重因素驱动行业未来“马太效应”	28
五、风险提示	30

图表索引

图 1: 2011-2019 年美国床垫市场规模.....	7
图 2: 2018-2019 年美国床垫制造商出货额市场占比 (%)	8
图 3: 2019 年美国床垫市场集中度 (%)	8
图 4: 2012-2017 年中国床垫细分品类市场规模 (亿元)	9
图 5: 2013-2017 年中国细分品类床垫规模增速 (%)	9
图 6: 2017 年中国床垫 CR4 (%)	9
图 7: 美国床垫制造商本土出货量市场份额 (%)	10
图 8: 2013 年和 2016 年中国消费者床垫材料偏好变化	10
图 9: 2013 年中国记忆棉床垫市场 CR5	11
图 10: 泰普尔全球生产基地	12
图 11: 美国床垫市场发展历程	13
图 12: 泰普尔国际渠道扩张情况	14
图 13: 泰普尔丝涟国际收购流程	15
图 14: 消费者对几大床垫巨头的认可度	15
图 15: 泰普尔研发支出 (百万美元)	16
图 16: 泰普尔研发费用率 (%)	16
图 17: 泰普尔直销渠道收入变化 (百万美元)	17
图 18: 2020 年各渠道收入占比 (%)	17
图 19: 泰普尔直销渠道	17
图 20: 泰普尔自营门店数量变化	17
图 21: 泰普尔开发 RetailEdge 系统赋能传统零售商	18
图 22: 泰普尔电商收入占比显著提升	18
图 23: Tempur Sealy 全球渗透现状	18
图 24: Tempur Sealy 产品矩阵完整	19
图 25: Tempur Sealy 的产品品牌细分战略	20
图 26: Tempur Sealy 拥有完整的价格梯队	20
图 27: 泰普尔“Ask me”大型推广活动	20
图 28: 泰普尔“weightless”宣传活动	20
图 29: 2001-2019 年泰普尔销售与营销费用占总收入百分比 (%)	21
图 30: 泰普尔主营业务收入 (百万美元)	21
图 31: 泰普尔按经营分布划分的销售收入变动情况	21
图 32: 泰普尔毛利率及净利率变动情况	22
图 33: 泰普尔上市以来估值复盘	22
图 34: 泰普尔收购丝涟后成本协同效益测算	24
图 35: 美国消费者床垫更新速度 (年) 变化	24
图 36: 美国消费者对于高质量床垫的预期价格变化 (预期价格单位: 美元)	25
图 37: 美国家庭平均每年床垫与弹簧支出 (单位: 美元)	25
图 38: 2019 年美国消费者认为影响健康最重要的因素	25
图 39: 2019 年美国消费者睡眠情况	25

图 40: Google Trend 盒装床垫热门相关主题 (分数)	26
图 41: Casper 的 Mattress-in-box 示意图	26
图 42: 全球睡眠问题普查	27
图 43: 2018-2019 中国经常失眠人群占比变化	27
图 44: 中国消费者最喜爱的床垫附加服务	28
表 1: 2014 年床垫制造商研发机构数量	16
表 2: 存量房沙发、床垫更新需求测算	26
表 3: 中美贸易战美国加征关税税率变化	29
表 4: 2019 年反倾销最终税率	29
表 5: 2020 年第二轮床垫反倾销初裁	29

一、投资逻辑

随着全球加工制造技术的进步，软体家具行业的制造能力大大提升，市场需求亦随着居民收入的增加而不断扩大，耐用品床垫逐渐成为整个行业较大的增长点。本文旨在分析记忆棉床垫“鼻祖”泰普尔的发展途径以及美国记忆棉行业的渗透率和市占率提升逻辑，以观国内软体家居行业的未来发展。

（一）美国为记忆棉床垫起源地，中国记忆棉床垫渗透率较低

记忆棉床垫于1991年由美国床垫生产商泰普尔研发推出，近年来，根据今日家具数据，从出货量来看美国市场中专业床垫（指采用乳胶、记忆棉特殊材料的床垫，主要是泰普尔和Sleep Number）占比上升较快，在2019年出货量大幅增加16.2%，总占比上升到21.9%。记忆棉床垫作为专业床垫的一种，在中国发展历史较短、产品价格偏高，整体普及度较低，在国内仍有较大的发展空间。

（二）复盘泰普尔发展历程，四大核心竞争力成就龙头地位

泰普尔是全球记忆棉床垫的开创者，也是世界上最大的全球规模的床上用品提供商，公司在Furniture Today发布的《全美床垫制造商排行榜》上已经连续多年位列第四，其收购公司丝涟稳定在前三并在2019年排名第一。公司作为美国床垫行业的后进入者，能够迅速打开市场并实现“弯道超车”的原因如下：（1）**重视研发+持续投入**。公司耗时10年把NASA（美国宇航局）发明的太空材质记忆棉创新应用到产品上，依靠质量和消费者体验获取市场认可；此后公司不断投入研发，新产品、新系列迭出。（2）**全渠道策略+全球化布局**。近年来公司加快直销渠道铺设，自有门店数量大幅提升，线上渠道通过打通直销DTC与赋能传统零售商，收入贡献明显提升，同时，公司通过收并购与成立海外合资公司，产品远销世界各地100多个国家。（3）**品类扩张+品牌梯队完整**。公司收购Sealy后，横向上补充了弹簧床垫、乳胶床垫、床架等原来未覆盖的品类，纵向上补足了中低端价格产品的短板，形成了奢华、高端、中端、平价4个价位的完整梯队。（4）**多元营销+全面围绕消费者**。公司持续通过电视广告、纸质广告、自媒体、互联网等形式全方位推广产品，广告营销费用投入较大。

（三）中美床垫行业对比借鉴：集中度与记忆棉品类渗透率有望提升

复盘美国床垫行业的发展，床垫行业集中度提升逻辑主要有2点，外在因素为行业景气度下行，加速床垫制造商优胜劣汰，内在因素为行业规模效应与消费者多元化需求，驱动龙头横向扩张。

对标中国软体家具市场，我们认为几大因素将利好未来市场格局持续优化：

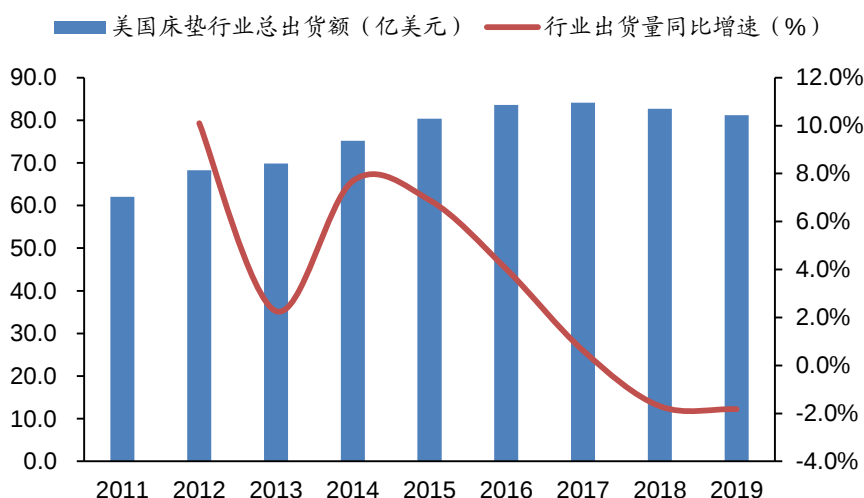
（1）**外在因素**：房地产增速放缓叠加贸易战与反倾销，行业格局变化加剧，关税仍在，高税率促龙头海外代工集中度提升。（2）**内在因素**：产品、渠道、物流、产能同时提升，助力国内龙头不断下沉市场。看好未来顾家家居、敏华控股等龙头份额持续提升，行业集中度有望继续上升。详见我们2020年9月报告《复盘La-Z-Boy发展历程，观国内功能沙发成长潜力》、7月报告《顾家家居：三大核心竞争力详解，龙头扬帆再起航》。

二、美国为记忆棉床垫起源地，中国记忆棉床垫渗透率较低

（一）美国床垫市场：行业规模增速放缓，龙头优势显著

美国床垫市场规模近年逐步放缓。根据国际睡眠产品协会(ISPA)统计，2011年美国床垫行业总出货额约62亿美元（折合人民币406亿元），2019年增长至81亿美元（折合人民币530亿元），整体出货额规模近年来看有逐步放缓趋势。

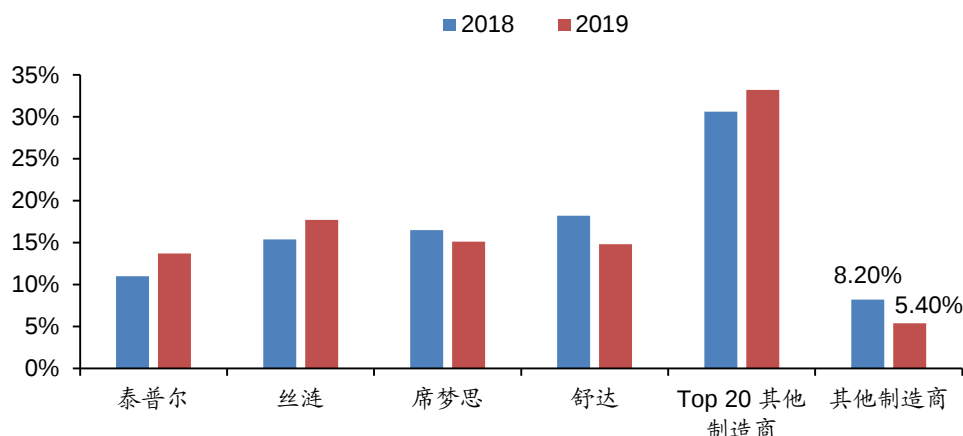
图1：2011-2019年美国床垫市场规模



数据来源：今日家具、ISPA、搜狐网、广发证券发展研究中心、

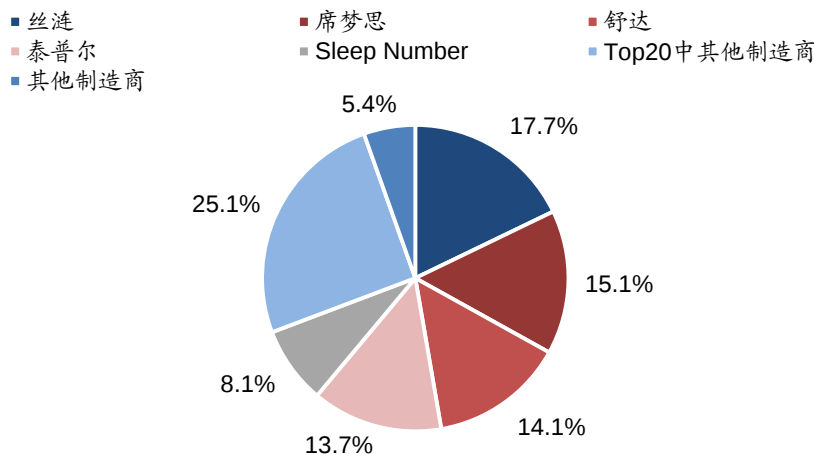
美国床垫行业高度集中，四大龙头优势显著。美国床垫行业发展较早，已经步入成熟阶段，通过行业内龙头的收并购集中度有显著提升。根据Furniture Today统计的床垫制造商出货量数据，美国Top 20制造商的市占率持续提升，在2018年达到91.8%，在2019年达到94.6%。市场竞争格局方面，四大龙头——舒达、丝涟、席梦思和泰普尔优势明显，根据《以美为鉴，观软体巨头对比与成长之路》中引用CSIL的数据，2017年美国床垫CR4高达73.6%，舒达、丝涟、席梦思和泰普尔分别拥有23.33%、18.36%、17.77%和14.11%的市占率，行业具有明显的龙头效应。

图2：2018-2019年美国床垫制造商出货额市场占比（%）



数据来源：今日家具、ISPA、广发证券发展研究中心

图3：2019年美国床垫市场集中度（%）

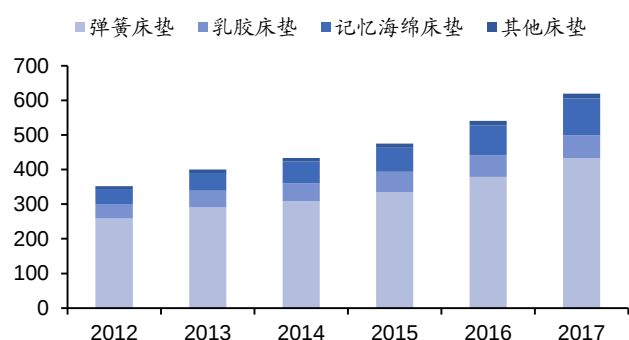


数据来源：今日家具、广发证券发展研究中心

（二）国内床垫市场：规模快速提升，市场集中度低

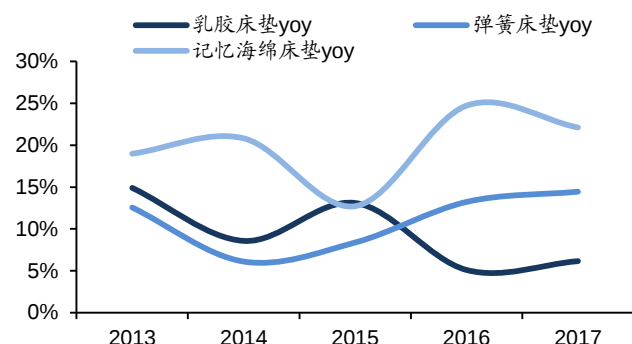
国内床垫行业起步虽晚增速快，记忆棉床垫为后起之秀。中国床垫行业起步于上世纪 80 年代，随着中国城镇化率逐步提升、房地产经历黄金时代、大众对中国传统“硬床板”观念的逐渐淡薄，床垫消费额不断攀升。根据智研咨询数据，2012 年至 2017 年间，中国床垫市场规模由 352 亿元增长至 620 亿元，年复合增长率达 12%。从细分品类来看，弹簧床垫一直是销售规模最大的品类，规模由 258.7 亿元增至 434 亿元，占比虽有下滑但维持在 70%以上；记忆海绵床垫在所有品类中发展最快，规模由 43.2 亿元增至 106.6 亿元，占比从 12.3%升至 17.2% 年复合增长率高达 19.8%；乳胶床垫市场规模占比先升后降，到 2017 年下滑至 10.6%，较弹簧、记忆海绵床垫而言增长略缓。

图4: 2012-2017年中国床垫细分品类市场规模(亿元)



数据来源：智研咨询、广发证券发展研究中心

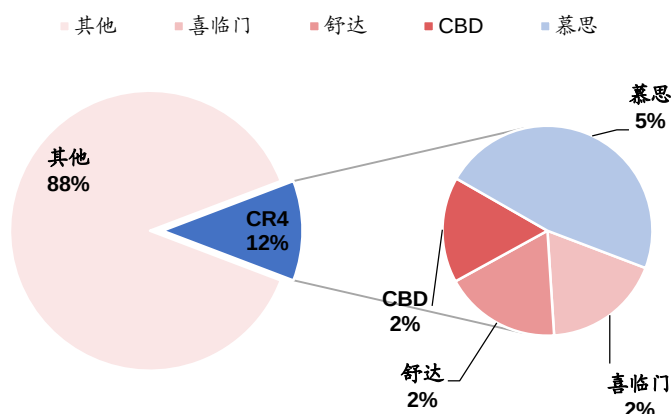
图5: 2013-2017年中国细分品类床垫规模增速(%)



数据来源：智研咨询、广发证券发展研究中心

中国床垫市场大而分散，中小企业居多，市场集中度较低。在中国床垫行业短十几年的发展阶段中，由于多数消费者首次购买床垫并不注重体验，仅为解决基本睡眠需求，因此相比品牌和质量更关注床垫价格。消费者的此种需求催生了众多中小品牌和区域性品牌，专业程度参差不齐。根据泛家居网《2017 中国寝具名企大数据报告》对床垫市场规模及各企业营收的测算，2017年我国床垫CR4仅为12%左右。

图6: 2017年中国床垫CR4(%)



数据来源：泛家居网《2017 中国寝具名企大数据报告》、广发证券发展研究中心

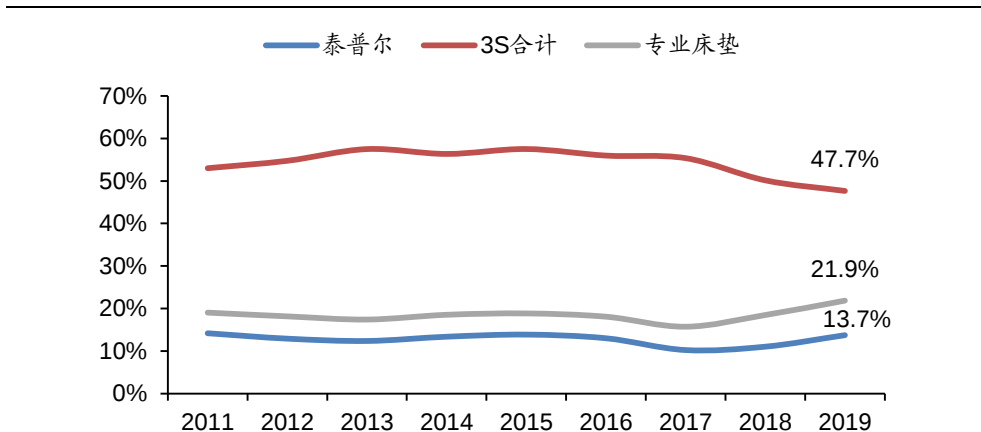
（三）细分品类——中美记忆棉床垫发展对比

与传统床垫相比，记忆棉床垫采用了记忆棉为材料，具有解压性、慢回弹等特性，可以吸收并分解人体的压力，塑造体型轮廓，带来无压力贴合感，明显增强了使用时的舒适感。

美国专业床垫市场份额增长，记忆棉作为重要品类渗透率提升。目前美国床垫主流品类仍为弹簧床垫，但记忆棉作为后起之秀增长迅速，根据Aritzon的研究，2006年至2017年间，美国平均每户家庭拥有的记忆棉床垫数量从0.026升至0.062，涨幅138.46%，消费者普及速度总体较快。根据今日家具数据来看，出货量来说，近年来美国市场中专业床垫（指采用乳胶、记忆棉特殊材料的床垫，主要是泰普尔和Sleep Number）占比上升较快，在2019年出货量大幅增加16.2%，总占比上升到21.9%；而以传统弹簧床垫见长的“3S”（舒达、席梦思和丝涟）则占比明显下降，在2019

年出货量下降6.7%，占比下降到47.7%。

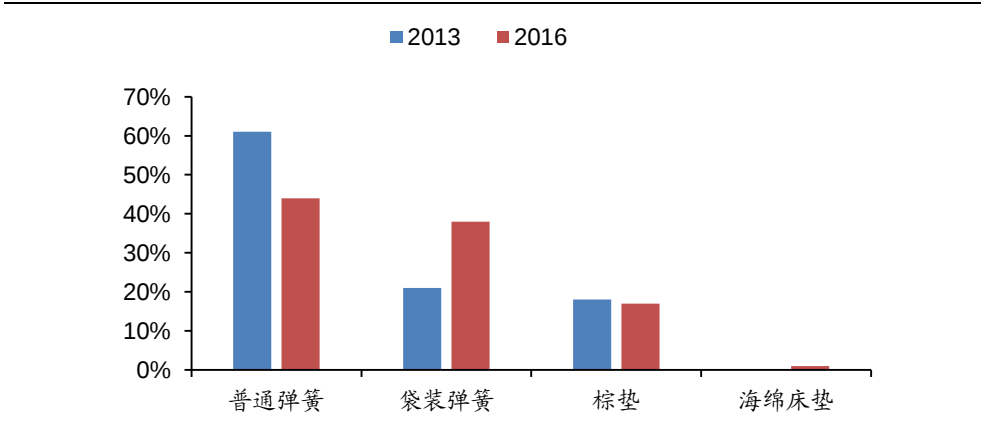
图7：美国床垫制造商本土出货量市场份额（%）



数据来源：今日家具、广发证券发展研究中心

国内记忆棉床垫仍处于产品导入阶段，渗透率和行业集中度较低。中国床垫行业自诞生起到现在不过50年时间，直至20世纪六七十年代才有了泡沫床垫及棕绷床，至21世纪初，各种现代化的床垫才真正开始普及，总体市场成熟度远低于美国，记忆棉床垫作为新兴专业床垫发展历史较短。根据观研网调研，截止2013年，中国消费者对于海绵床垫的偏好还几乎为零，到2016年，这一比例才上升至1%，记忆棉作为海绵床垫的一种，国内消费者接受度亦较低。未来，我们认为随着我国居民可支配收入的提高和健康意识的增强，我国记忆棉行业增长空间巨大。

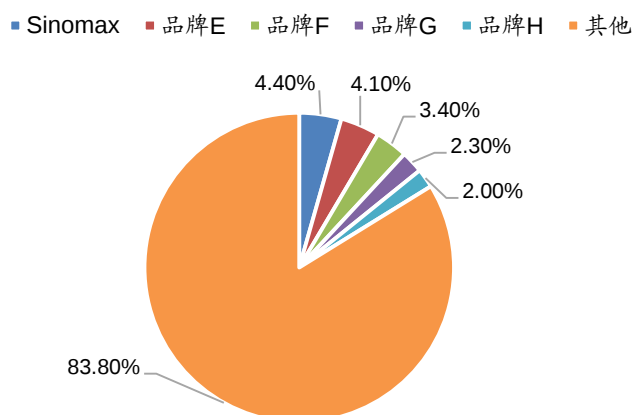
图8：2013年和2016年中国消费者床垫材料偏好变化



数据来源：观研网、广发证券发展研究中心

由于国内记忆棉床垫仍处于增长期，市场高度分散。根据盛诺集团招股说明书中引用的弗若斯特沙利文的调研，2013年国内记忆棉市场的CR5只有16.2%，其中份额最大为香港的盛诺集团有限公司，占比4.4%。

图9：2013年中国记忆棉床垫市场CR5



数据来源：弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

三、记忆棉床垫鼻祖——泰普尔发展路径

（一）记忆棉床垫的开创者——泰普尔

泰普尔成立于 1991 年，是世界上最大的全球规模的床上用品提供商。公司于 2003 年 12 月 17 日成功在纽交所上市，2013 年 3 月完成对 Sealy(丝涟)的收购，正式更名为 Tempur Sealy International Inc.，当前市值为 24.1 亿美元。公司主营业务为开发、制造、销售和分销全球的床上用品，包括枕头、床垫套、床单、垫子等。收购 Sealy 前，公司主打记忆棉材料产品，收购完成后，产品品类更加综合，增加了弹簧床垫、乳胶床垫等相关产品，旗下拥有 Tempur-Pedic、Stearns & Foster、Sealy、comfort revolution 等多个知名子品牌；同时，收购完成后公司产能、渠道布局更加全球化，目前在北美有 27 个生产基地，在其他地区有 36 个，产品远销世界各地 100 多个国家。

公司经营包含两个业务部门：Tempur 北美、Tempur 国际。北美分部包括位于美国和加拿大的 Tempur 和 Sealy 制造和分销子公司、合资企业和许可证持有者；国际分部包括位于欧洲，亚太和拉丁美洲的 Tempur 和 Sealy 制造和分销子公司、合资企业和许可证持有者。2015 年，泰普尔北美和国际分部基本完成传统业务的运营整合，将 2013 年由于收购 Sealy 形成的三大业务部分重新划分为两大部分。

图10: 泰普尔全球生产基地



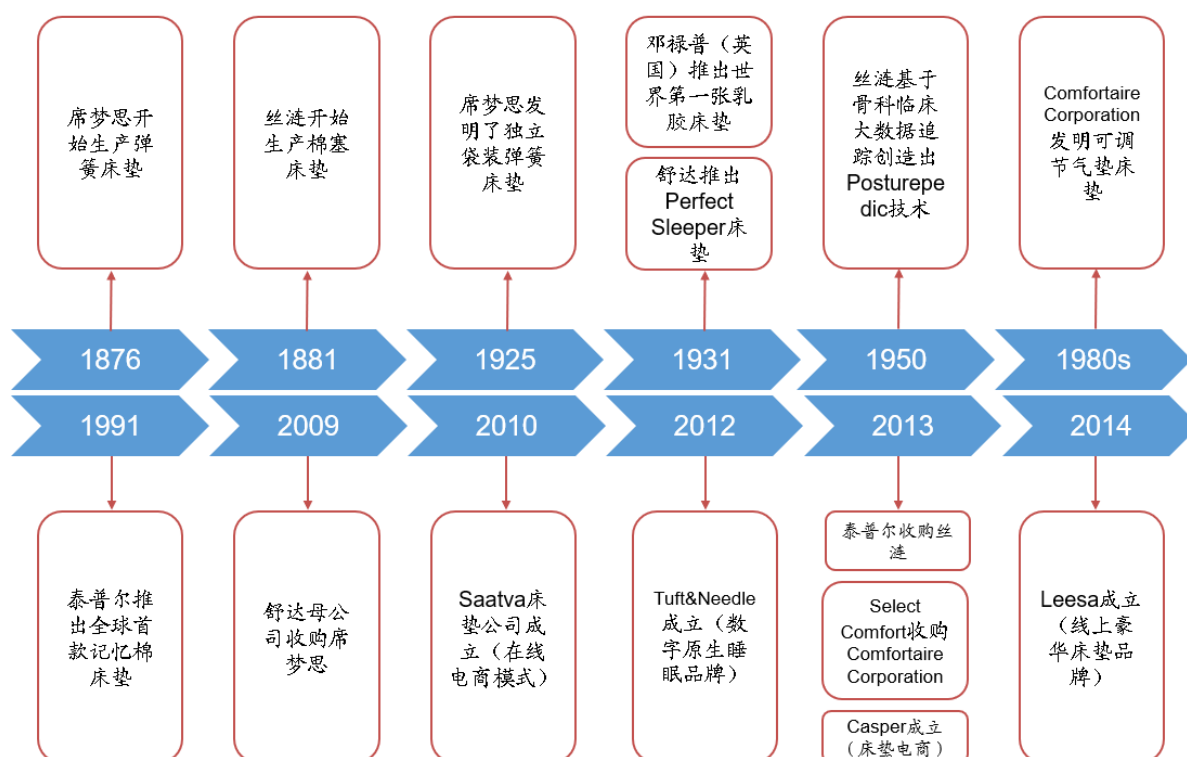
数据来源: Nov 2020 Investor Presentation、广发证券发展研究中心

(二) 泰普尔发展历程

1. 美国床垫行业发展背景：创新变革与同业整合为主要驱动力

席梦思在 1867 年生产出第一张弹簧床垫，由此揭开了美国床垫市场发展的序幕。从 19 世纪至今，美国床垫行业格局演变的主要驱动因素有两个，一是创新变革，二是同业整合。(1) **创新变革**：传统弹簧床垫企业进入市场较早，积累品牌知名度和渠道优势显著，因此新兴企业“弯道超车”的唯一路径就是创新变革——2010 年以前，行业创新主要以科技创新为主，新兴企业通过研发全新材料、革新产品品类迅速打开市场，这一时期记忆棉床垫、可调节气垫床垫以及来自英国的乳胶床垫等纷纷问世，床垫品类丰富度提高。2010 年以后，随着互联网、电商、物流等的发展，商业模式的创新也帮助一批新兴企业迅速获取市场份额，这一时期行业诞生了 Casper, Purple, Tuft & Needle 等高速增长的企业，并对传统床垫行业造成一定冲击。(2) **同业整合**：床垫行业的头部企业在积累优势后，往往寻求收并购机会来实现市场份额增长与长远的战略协同效应；2008 年后行业整合步伐加快，逐渐形成泰普尔丝涟国际与舒达席梦思两大领先集团。

图11: 美国床垫市场发展历程



数据来源：各公司官网、Bloomberg、广发证券发展研究中心

2. 泰普尔成长历程：抓住行业变革根本，实现后进者的“弯道超车”

（1）创始初期（1991-2000）：科技创新为本，依托 NASA 推广品牌

泰普尔成立于 1991 年，因其产品使用 Tempur 材料而得名。Tempur 材质是 NASA（美国宇航局）发明的一种开放式黏弹性的温度感应高密度太空材质，适用于减少宇航员在飞行时所受压力，公司通过 10 年研发将此技术创新运用于床垫，在 1991 年正式向公众推出太空记忆棉床垫产品，其优良的支撑性和舒适性得到市场认可。

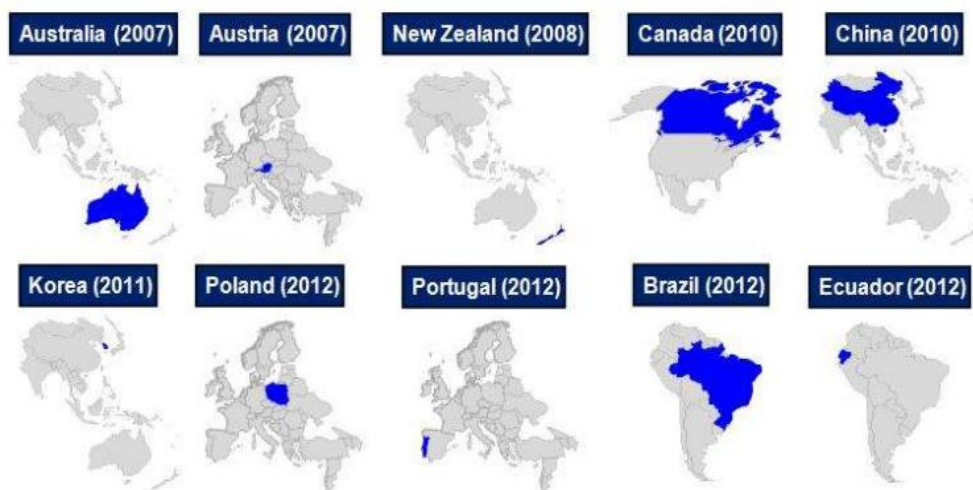
1996 年，Space Foundation（美国太空基金会）授权泰普尔产品的包装和宣传材料可以使用官方的“太空技术”标志。1998 年，作为对太空技术应用的认可，美国太空基金会 NASA 行政长官 Daniel S. Goldin 向公司颁发“太空科技民用贡献奖”并授予铭牌。同年，Tempur 技术和 GPS（全球定位系统）被做为太空技术在商业上的两大杰作，同时获得最高荣誉奖。

（2）快速扩张期（2001-2012）：渠道拓展与上市融资助力高速增长

2001 年，公司业务扩展到了北美，并在美国弗吉尼亚州杜菲尔德市建立了一个研发和工程技术中心，在美国新墨西哥州阿尔伯克基市建立了制造工厂；同时，连续几年扩建在丹麦的研发中心和工厂，持续不断地发展国际业务，自 2006 年起在多个国家和地区收购分销商并扩张渠道，公司国际业务收入贡献大幅提升。2003 年，公司成功于纽交所上市，发行价 14.00 美元，在 2008 年遭遇全球金融危机后

跌至 3.93 美元，随后又开始稳定上涨直到 2012 年达到最高价格 87.26 美元。

图12: 泰普尔国际渠道扩张情况



数据来源: Tempur Sealy International, Inc. 2013 Investor Day、广发证券发展研究中心

(3) 成熟整合期 (2013 至今): 同业收并购推动公司持续发展

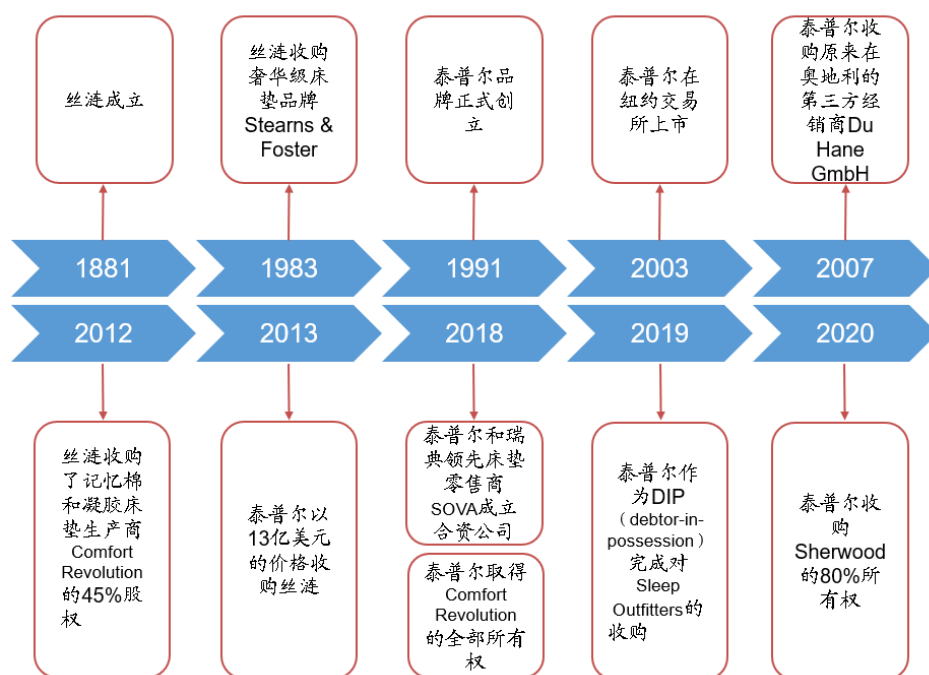
2013 年,公司以每股 2.20 美元收购 Sealy 在外流通的所有普通股,并偿还 Sealy 在外流通的全部可转换和不可转换债券,交易总价约为 13 亿美元。收购完成后,公司也从记忆棉床垫细分市场龙头转变为主营记忆棉床垫、弹簧床垫、乳胶床垫、床架等各类床品的综合床品龙头。同时,公司能够分享 Sealy 布局于北美、南美、欧洲、亚洲和澳大利亚等地的国际市场,在全球床品领域占据龙头地位。

2018 年,公司和瑞典领先的床垫零售商 SOVA 成立合资公司,该项合作涉及 26 家 SOVA 商店中的 8 家。同年,公司还与美国的床上记忆棉和凝胶床垫生产商 Comfort Revolution 达成协议,获得其全部所有权。此前,丝涟曾在 2012 年获得 Comfort Revolution 45%的股权。

2019 年,公司作为 DIP (debtor-in-possession) 和“假马竞拍”者(指企业破产程序中引进的有意愿、有实力购买标的资产并实际出价的公司,其作用是吸引潜在的出价更高的投资者)收购美国区域性床垫零售商 Sleep Outfitters,北美自有渠道进一步完善,覆盖消费者范围扩大。Sleep Outfitters 收购后将作为公司北美批发渠道的一部分独立运营,长期内视发展情况决定出售、保留还是扶持发展。

2020 年,公司以约 0.4 亿美元的价格收购 Sherwood Bedding 80%的所有权。标的公司是美国一家排名前 10 的床上用品生产商,在美国拥有 4 个生产基地,每年批发渠道收入大约为 1.5 亿美元。收购完成后, Sherwood Bedding 将作为公司的独立业务单元进行运营,预计长期内将与公司形成成本协同效应。

图13: 泰普尔丝涟国际收并购流程



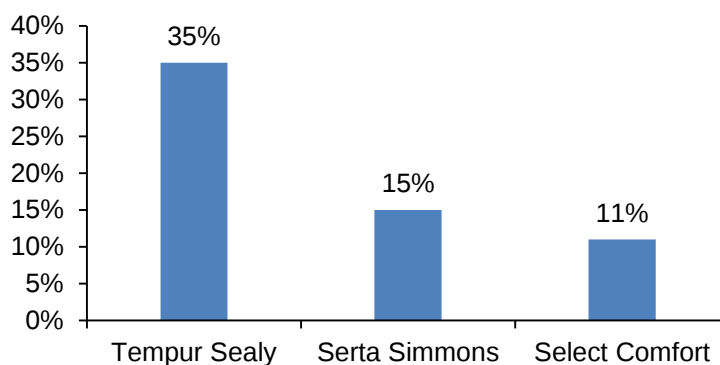
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

(三) 泰普尔的核心竞争力

1. 重视研发+持续投入

在上世纪 90 年代初，弹簧床垫在美国床垫行业占据统治地位，龙头品牌优势突出，由于行业产品同质化严重，各企业主要通过不断的营销投入来提升市场份额；面对激烈的市场竞争，泰普尔选择另辟蹊径从研发入手，挖掘用户对于舒适性、健康性的深层需求，将 NASA 的太空材质记忆棉运用到床垫中，使产品具有睡感柔软、身体贴合度高、能根据环境温度和压力而适应性变化等特性，从而通过品类创新迅速在床垫市场中占据一席之地，获得较高的消费者认可度。

图14: 消费者对几大床垫巨头的认可度

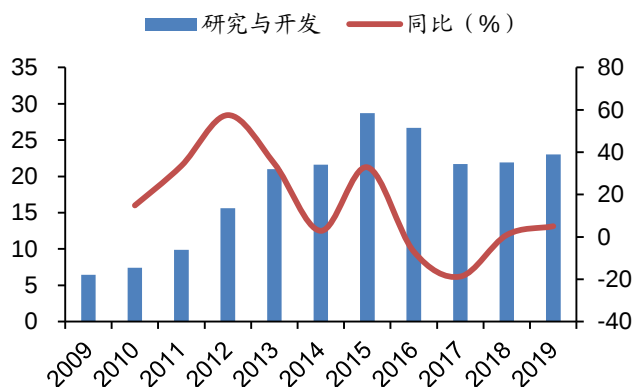


数据来源：Tempur Sealy 2015 Investor Day、广发证券发展研究中心

为了维持市场竞争优势，泰普尔持续投入研发。在2008年金融危机过后，公司

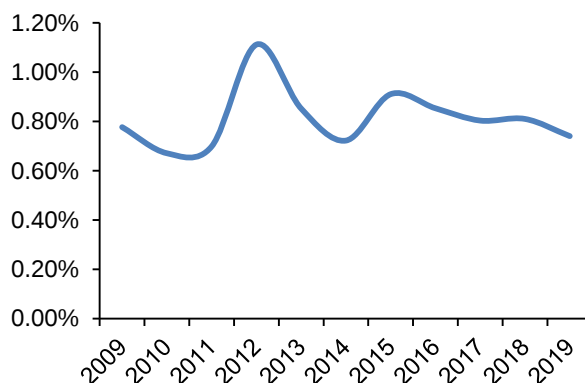
连续7年实现研发支出正增长，年复合增长率达28.22%。自2009年起，公司研发费用率均维持在0.65%以上，并在2016至2019年间稳定在约0.80%的水平。公司目前一共拥有4个研发中心，其中3个位于美国（弗吉尼亚州、北卡罗来纳州、肯塔基州），1个位于丹麦，收购丝涟后还拥有其行业先进的研发测试中心；研发机构数量在行业排名靠前，超过Serta Simmons集团。在持续的研发投入与强大的研发团队支持下，公司产品迭代更新速度较快，近年来几个子品牌都不断推出新产品、新系列，通过更好的睡眠体验不断吸引消费者。

图15: 泰普尔研发支出（百万美元）



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图16: 泰普尔研发费用率 (%)



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

表1: 2014年床垫制造商研发机构数量

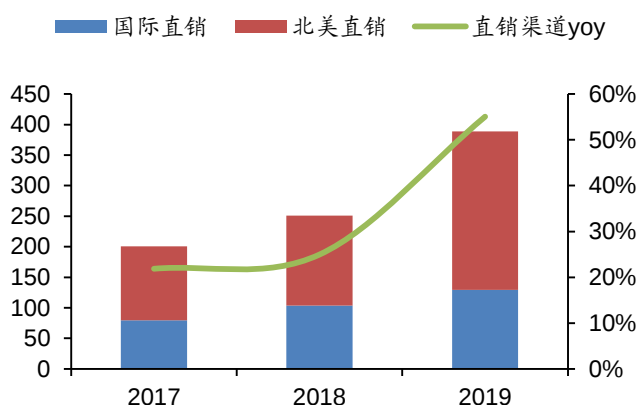
品牌	属性	国内研发机构数	国外研发机构数	总数量
丝涟	外资	0	6	6
泰普尔	外资	0	4	4
席梦思	外资	0	3	3
舒达	外资	0	3	3

数据来源：泛家居网、广发证券发展研究中心

2.全渠道策略+全球化布局

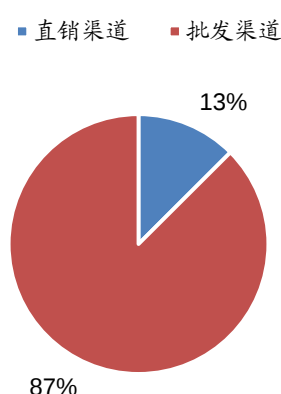
公司目前采取全渠道策略，将销售渠道划分为批发和直销。批发渠道主要包括家具零售商、分销商、医疗机构等第三方零售机构以及部分线上的零售业务，直销渠道主要包括自营门店、电话销售和公司 DTC 线上渠道。从各渠道经营情况来看，公司 2019 年批发渠道贡献收入 27.17 亿，占比 87.48%，为公司主要渠道；直销渠道贡献收入 3.89 亿，占比 12.52%。直销渠道近年来高速发展，被公司寄予厚望，2017 至 2019 年直销收入年复合增长率达 39.20%，占比从 7.43%提升至 12.52%，其中北美直销渠道贡献主要增长，占比为 66.80%。

图17: 泰普尔直销渠道收入变化 (百万美元)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图18: 2020年各渠道收入占比 (%)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

直销渠道收入增速较高，主要是北美地区自有门店迅速扩张所致。2016年，公司通过渠道战略分析得出，家具零售店、商场门店的销售份额在不断萎缩，而床垫专卖店、仓库店（会员店）、直营门店以及线上销售渠道发展迅速且前景较好，此后公司一直大力发展北美的自有渠道，包括增设高端直营门店、收购区域床垫零售商以及发展健全线上渠道。在2017年，公司在北美地区仅拥有13家泰普尔丝涟品牌店，而在2018年底门店数量已经上升到40家；其后在2019年4月公司收购了Sleep Outfitters零售商，目前自有门店数量已经增加至170家以上，其中70家为高端泰普尔专卖店，约100家为Sleep Outfitters零售店。

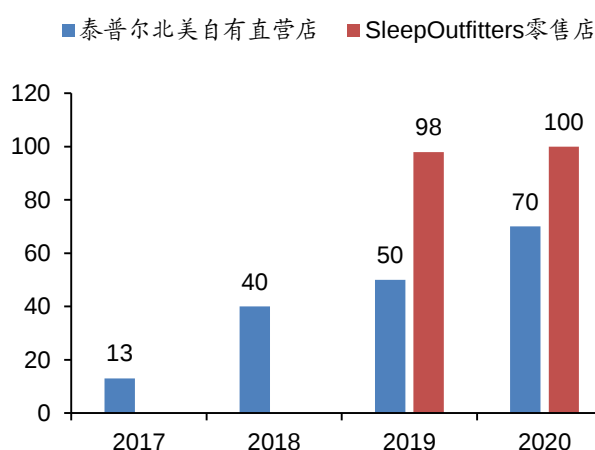
门店效率方面，高端泰普尔专卖店产品平均售价在2,000-4,500美元，每家门店平均销售收入在150-200万美元；Sleep Outfitters店内主要销售泰普尔、丝涟和Stearns & Foster三个品牌商品，店内商品平均售价在399-4,699美元，每家门店平均销售收入在80-90万美元。公司未来将持续加强直销渠道建设，目标是在美国地区自营门店数量达到125-150家，直销渠道净收入占比大致稳定在25%。

图19: 泰普尔直销渠道



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图20: 泰普尔自营门店数量变化

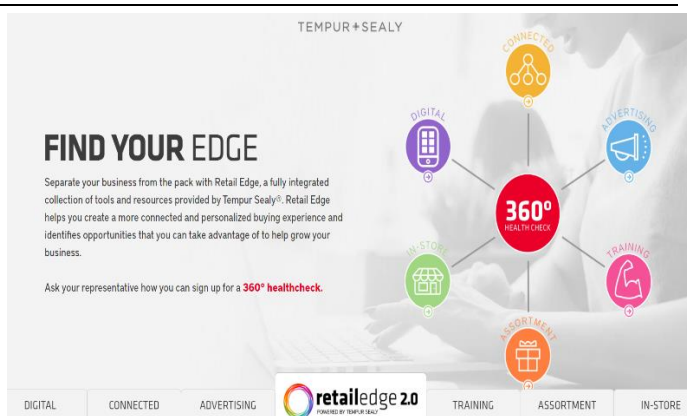


数据来源: 公司历年 Investor Presentation、广发证券发展研究中心

注: 2019、2020年泰普尔北美自有直营店不包括合租店，2020年Sleep Outfitters零售店为近似统计值；2020年数据截止至2020年11月

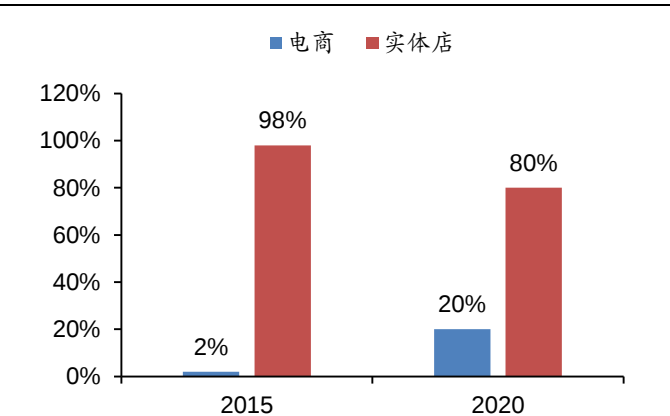
电商渠道收入贡献显著提升，主要原因是 DTC、传统零售商等多方位布局。公司线上销售渠道主要分为：泰普尔官方网站 TempurPedic.com(DTC 自营渠道)、专业网上零售商（批发渠道）和传统零售商的线上业务（批发渠道）。主要销售产品包括传统床垫、枕头、电动床等以及新兴的“盒装床垫”（包括 Tempur-Cloud, COCOON by Sealy 和 Sealy-to-go 系列）。为了更好赋能传统的线下零售商开展线上业务，公司开发了 RetailEdge 线上零售管理系统，通过数字化诊断、在线培训等功能帮助零售商更好地开展线上业务和提供优质服务，并为公司线上收入增长带来实质性帮助。截止 2020 年 11 月，公司电商业务收入已经实现大幅增长，占比从 2015 年的 2% 迅速提升至 2020 年的 20%。

图21：泰普尔开发RetailEdge系统赋能传统零售商



数据来源：RetailEdge 官网、广发证券发展研究中心

图22：泰普尔电商收入占比显著提升



数据来源：Nov 2020 Investor Presentation、广发证券发展研究中心

注：2020 年数据截止至 2020 年 11 月

泰普尔的全球渠道布局日益完善，合资企业帮助公司持续扩张。收购丝涟后，公司全球化渠道更加完善，在世界多地收购了第三方分销商并推进授权合作。截至 2015 年底，公司产品远销世界各地 100 多个国家，其中在北美洲，南美洲南部，西欧，澳大利亚等地处于市场领导地位。此外，公司与丝涟的品牌许可商（丝涟澳大利亚）在亚洲成立了合资公司，对中国大陆、香港、印度、韩国、新加坡等市场进行覆盖，在过去的 20 年中开设了七个新的制造工厂，并在整个亚太地区增加了对 Sealy 品牌产品的关注。在 2020 年，公司又在英国成立合资企业（丝涟英国有限公司），意在重新定位并扩张丝涟在欧洲的业务。

图23：Tempur Sealy全球渗透现状



数据来源：Tempur Sealy 2016 Supplementary Proxy Materials、广发证券发展研究中心

3.品类扩张+价格梯队完整

2009 年，公司正式推出产品细分战略，以求实现消费者的全方位覆盖。收购 Sealy 让泰普尔拥有了更多不同价位的床垫产品和基于不同材料的细分品类。综合 Tempur 和 Sealy 的产品种类，可分为奢华、高端、中端、平价 4 个价位层次品牌。

奢华品牌：Tempur-Pedic 和 Stearns & Foster。前者即泰普尔记忆棉床垫，并购后维持高端产品的定位，致力于为消费者提供最舒适的睡眠体验。2015 年，该品牌营收占比约 50%。Stearns & Foster 是 Sealy 旗下的高端品牌，并购完成后，与 Tempur-Pedic 共同成为公司主打的高端品牌。

高端品牌：Posturepedic，原 Sealy 旗下品牌。Posturepedic 始于 1950 年，该品牌床垫为消费者身体提供全面支撑与完全的舒适感。公司于 2015 年升级 Posturepedic 产品线，加入记忆棉材料，重做该品牌产品，并细分出多个子品牌。

中端品牌：COCOON。该品牌于 2016 年第一季度上市，是 Tempur Sealy 推出的中端品牌。COCOON 作为公司线上推广品牌仅在 CocoonBySealy.com 售卖，是公司电商渠道拓展的新动力。

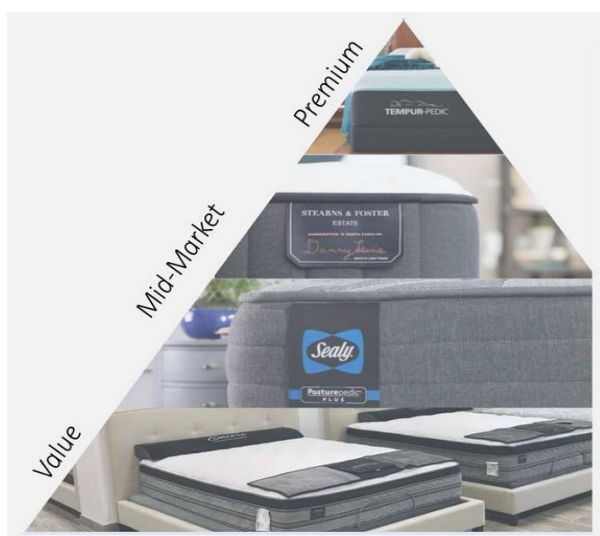
高性价比品牌：Sealy。始于 1881 年，在维持现代风格与良好支撑的同时，以高性价比，高舒适度，高持久性著称。

图24: Tempur Sealy产品矩阵完整



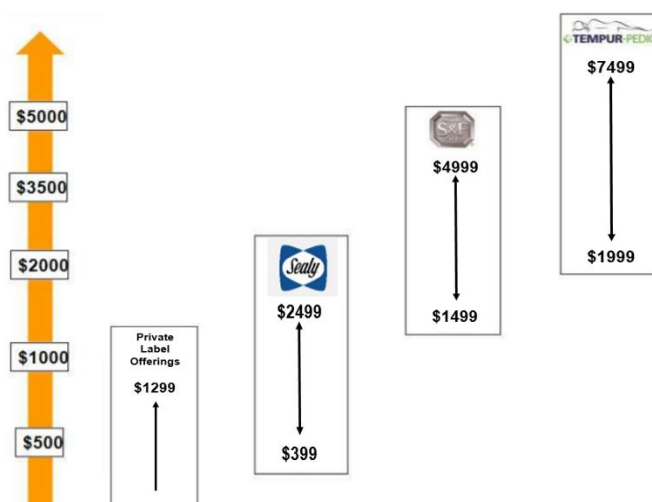
数据来源：Jan 2019 Investor Presentation、广发证券发展研究中心

图25: Tempur Sealy的产品品牌细分战略



数据来源: Tempur Sealy March 2020 Investor Presentation、广发证券发展研究中心

图26: Tempur Sealy拥有完整的价格梯队



数据来源: Tempur Sealy 2013 Investor Day Presentation、广发证券发展研究中心

4. 多元化营销，全面围绕消费者

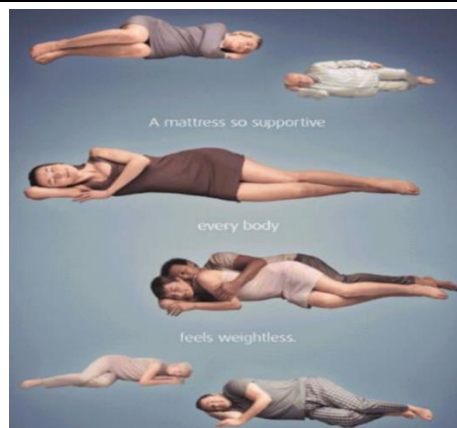
Tempur Sealy 通过电视广告、纸质广告、自媒体、互联网、合作广告等形式全方位推广产品，以追求公司提出的“全面环绕消费者”目标。2007 年起，公司营销力度加大，当年开始电视广告营销；2010 年，在北美开展大型宣传促销活动“Ask me”，收效甚广，2010 年北美地区床垫销售额同比增长 47%；2011 年，在海外市场进行“weightless”长期促销宣传活动，2013 年重新开展“Ask me”宣传活动。2014 年，公司通过电视广告宣传新品可调节床，当年营销成果显著，目标客户评分上升 20%以上，可调节床销售收入上升 32%以上，网站访问量增加 24%，零售门店访问量增加 62%。此后，公司每年深化营销宣传活动，提高品牌知名度，加大市场渗透率。从销售与营销费用来看，除 2008-2009 年受到美国金融危机的影响广告支出有所下降，2001-2015 年公司广告投入均保持正增长；2016-2017 年费用虽有下降，但仍保持较高水平，2018-2019 年公司营销投入重回正增长水平，总体而言对营销重视程度较高。

图27: 泰普尔 “Ask me”大型推广活动



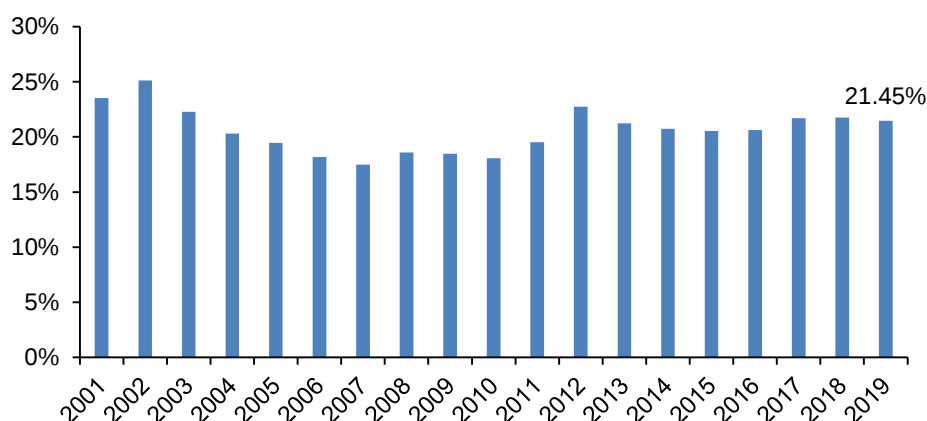
数据来源: Sit & Sleep、广发证券发展研究中心

图28: 泰普尔 “weightless” 宣传活动



数据来源: Tempur Sealy International, Inc. 2012 Investor Day、广发证券发展研究中心

图29：2001-2019年泰普尔销售与营销费用占总收入百分比（%）



数据来源：S&P Capital IQ、广发证券发展研究中心

（四）近年业绩表现

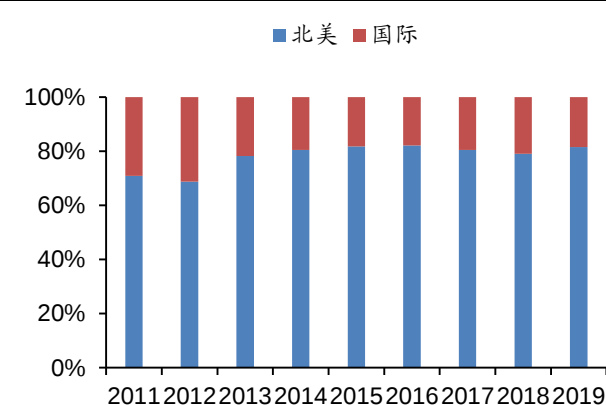
公司营业收入从 2011 年的 14.18 亿美元上升到 2019 年 31.06 亿美元，平均年化增长率为 10.30%，其中北美分部占比从 71% 上升到 81.6%，贡献了大部分增长。2012 年公司在北美地区销售收入下滑，主要原因是由于持续的竞争和减少的广告支出对零售和直销渠道净销售产生了负面影响，而在 2013 年以及往后年度公司在北美地区销售收入的增加主要是由于 Tempur 和 Sealy 品牌在美国销售增长强劲。2012 年国际地区销售收入的上升主要是因为零售店的增加和电子商务的崛起，扩大了公司的分销渠道，其中欧洲宏观压力的部分影响被亚太地区和拉丁美洲区域的增长所抵消。

图30：泰普尔主营业务收入（百万美元）



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图31：泰普尔按经营分布划分的销售收入变动情况

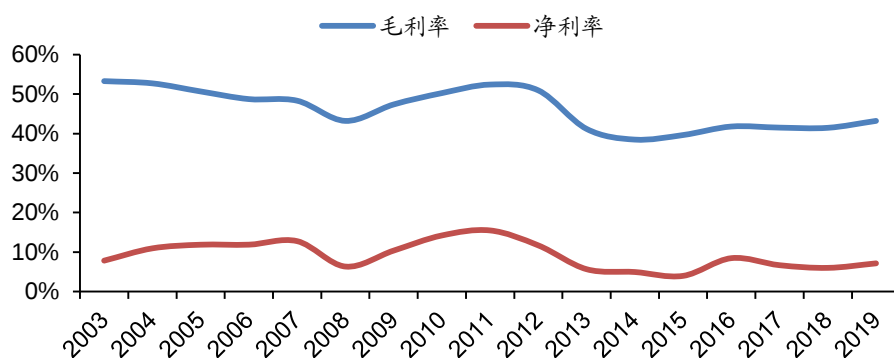


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

毛利率方面，公司毛利率水平从 2011 年 52.41% 下降到 2019 年 43.21%。2013 年公司收购 Sealy 后，由于 Sealy 分部产品线毛利率比其他分部较低，公司整体毛利率和净利率分别减少 9.76pct 和 6.02pct。2014 年 4 月 8 日和 5 月 1 日，公司从 Sealy 特许权持有者处先后收购了日本、欧洲的 Sealy 品牌权，开始整合原 Sealy 的国际业务；同时，公司自 2013 年收购起至 2014 年持续将某些 Sealy 分部公司职能的监督权转移至原北美分部的人员，将 Sealy 分部的运营费用转移到原北美分部，并在 2015 年重组组织结构、更新原有下属分部。2015 年公司整合完毕后，2016 年毛利率和净利率都有明显回升，分别上升 2.16pct 和 4.48pct。复盘泰普尔上市以

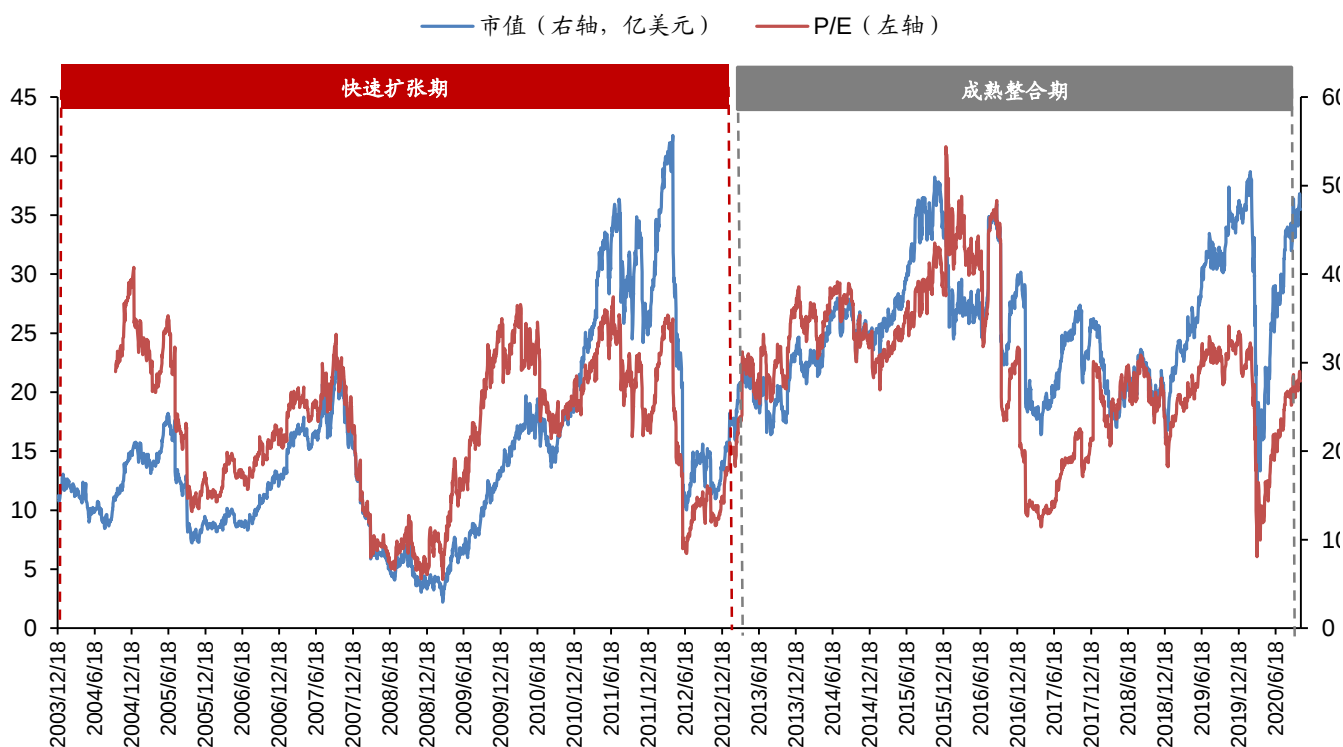
来估值，在快速扩张期市场给予 10-30 倍估值，在成熟整合期给予估值更高，约 20-40 倍。

图32: 泰普尔毛利率及净利率变动情况



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图33: 泰普尔上市以来估值复盘



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

四、以美为鉴，中国床垫行业集中度与记忆棉品类渗透率有望提升

（一）床垫行业集中度提升逻辑

1. 外在因素：行业景气度下行，加速床垫制造商优胜劣汰

复盘美国床垫行业的发展，行业集中度提升有几个重要时间点：1930's大萧条时期和2008年经济危机及其后的时期。在经济大萧条时期，美国床垫行业经历了第一轮洗牌，受到失业率上升、居民可支配收入下降的影响，美国床垫行业需求骤减，众多中小公司迫于经营压力纷纷倒闭，而其余的部分独立床垫制造商则成立协会抱团取暖，以增强行业内的竞争力。美国床垫巨头舒达就是在这个时期由13家独立的床垫制造商联合成立的。

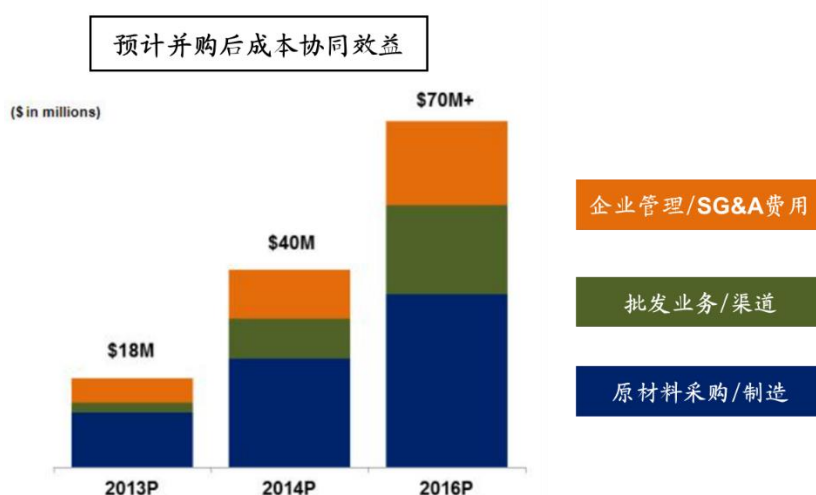
2008年美国经历金融危机，床垫行业也面临需求不足的危机，期间行业整体营收和净利润水平均受到影响，众多经销商倒闭，多家床垫企业包括Dormia和Mattress Discounters宣告破产，龙头Sealy也深陷财务危机。金融危机之后，行业整合进一步加速，2010年舒达母公司收购老牌弹簧床垫生产商席梦思；2013年泰普尔收购另一巨头丝涟，Select Comfort 收购Comfortaire Corporation，由此美国床垫行业形成了“Tempur-Sealy”和“Serta-Simmons”两大龙头集团，加上Select Comfort（后改名为Sleep Number）形成稳定的CR5集团，行业集中度进一步提升。

2. 内在因素：行业规模效应与消费者多元化需求，驱动龙头横向扩张

床垫行业具有明显的规模效应和较强的协同效应，因此龙头企业在积累一定竞争优势和现金流后往往走向收并购的道路，以进一步巩固和提升自身地位。（1）规模效应：床垫相对于其他软体家具标准化程度更高，SKU相对较少，因此随着生产规模的扩大，企业在原材料采购、固定成本分摊以及自动化和机械化提升生产效率等方面都将有正面影响。（2）协同效应：龙头企业进行横向收并购扩张，可以完善产品矩阵和品牌价格梯队，从而产生更强的品牌影响力。同时通过整合多方销售渠道、产能和技术，能够实现“1+1>2”的效果，进一步提高龙头自身竞争力。

同时，随着床垫技术的不断革新与消费者需求的多元化，未来消费者将具有更多元化的偏好，对于产品和购买渠道有差异化的需求，传统弹簧床垫以及线下购买模式一家独大的情况会逐渐消失，单品类与单渠道的发展在长期内更容易触到收入天花板，因此行业巨头往往寻求横向收并购，打开收入增长空间。

图34: 泰普尔收购丝涟后成本协同效益测算



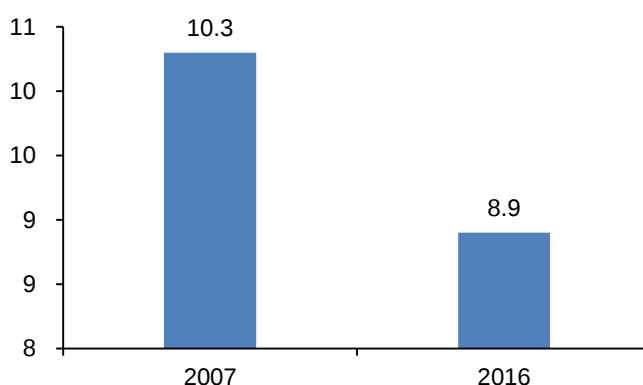
数据来源: Tempur Sealy International, Inc 2013 Investor Day、广发证券发展研究中心

(二) 细分品类—记忆棉床垫未来成长逻辑

1. 存量房更新需求上升叠加消费升级，美国床垫市场整体规模扩大

存量房更新需求不断上升，带动床垫市场销量增长。自20世纪末起，美国新房销售占比长期低于20%，已经进入典型的存量房市场，床垫行业也在1980's后进入成熟期，根据中国产业信息网的数据，这一时期美国床垫市场增长主要由8-10年为周期的存量置换需求驱动，占全美床垫消费需求的80%。而在床垫商不断的市场教育下，消费者对于定期更新床垫的重视程度提升，根据Visual Capitalist的数据，2007年到2016年美国消费者床垫更新年限降低了1.4年，更新速度明显加快，市场床垫需求量提升。

图35: 美国消费者床垫更新速度（年）变化

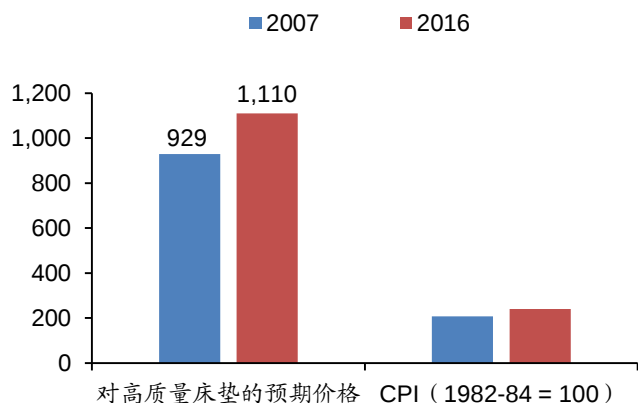


数据来源: Visual Capitalist、广发证券发展研究中心

居民消费升级带动床垫市场价格增长，美国家庭床垫支出持续提升。从1991年开始，美国经济高速发展，居民收入总体呈不断上升趋势，消费者开始追求更高质量的生活产品，并愿意接受更高的价格。根据Sleep Savvy的消费者调查，从2007年到2016年，美国消费者对于高质量床垫的预期价格提高了19.48%，高于同期CPI的提升幅度15.76%，说明消费者对优质床垫的价格接受度提升。同时美国家庭平均

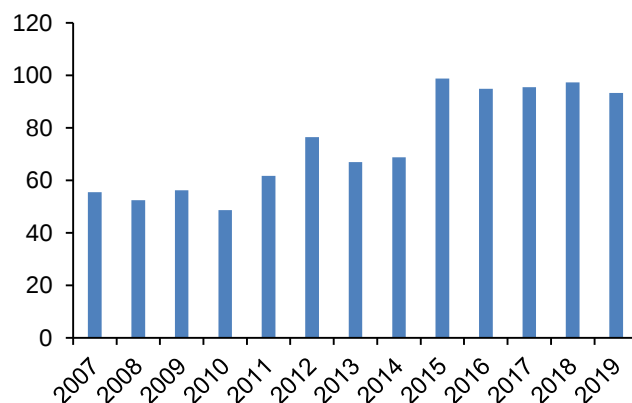
每年在床垫与弹簧上的支出也总体呈上升趋势，从2007年到2019年提升68.02%，增速高于同期的CPI增长（23.51%）。

图36：美国消费者对于高质量床垫的预期价格变化（预期价格单位：美元）



数据来源：Statista、广发证券发展研究中心

图37：美国家庭平均每年床垫与弹簧支出（单位：美元）

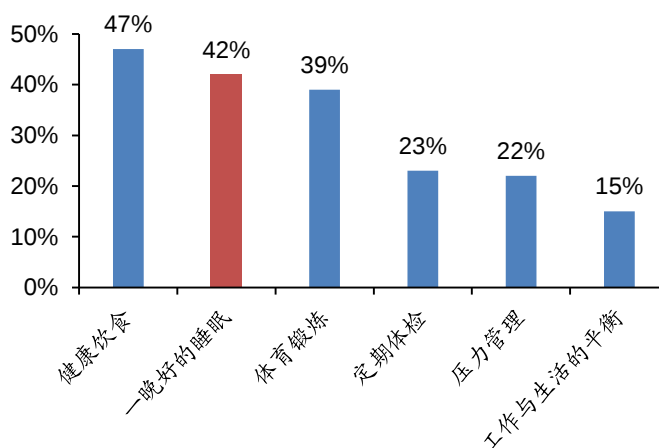


数据来源：Statista、广发证券发展研究中心

2. 消费者健康意识提升叠加渠道、床基变革，美国记忆棉品类渗透率提升

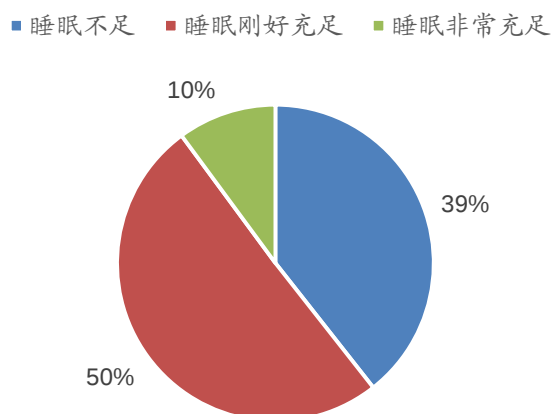
消费者健康意识觉醒，睡眠经济发展带动记忆棉品类增长。根据ISPA最新调查，42%的美国消费者认为夜间优质睡眠是影响健康的重要因素，其中千禧一代更是将优质睡眠列为头号影响健康的因素；与此同时在2019年，有39%的消费者反映自己无法获得足够睡眠。消费者对于健康的重视程度也影响着他们的消费决断，根据Sleep Savvy2016年的用户调研，86%的美国消费者认为床垫的舒适性与支撑性是影响购买决策的重要因素，73%的消费者将床垫对于睡眠或健康的功效列为重要考虑因素。未来随着行业内睡眠健康教育的到位，以及更加注重健康的千禧一代成为消费主力，主打舒适度和健康性的记忆棉床垫持续提升渗透率。

图38：2019年美国消费者认为影响健康最重要的因素



数据来源：ISPA、广发证券发展研究中心

图39：2019年美国消费者睡眠情况

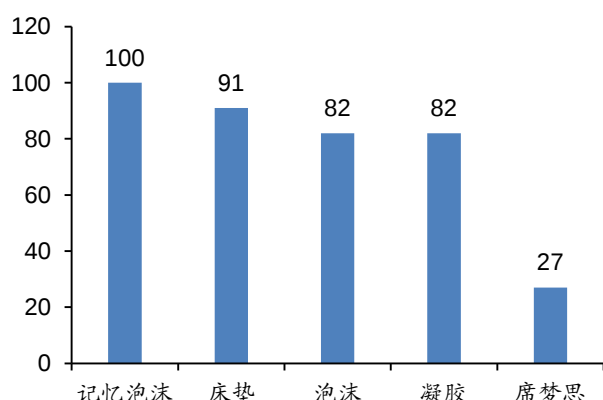


数据来源：ISPA、广发证券发展研究中心

床垫销售渠道变革，Mattress-in-a-box模式助力记忆棉市占率提升。2010年后，美国一批线上床垫商凭借盒装床垫概念迅速崛起，通过对材料和工艺的创新，这些

新兴企业实现了将床垫进行压缩并装入盒中运输,大幅降低物流难度与费用。此后,美国床垫的线上销售渠道收入持续增加,根据Furniture Today的研究,2016年和2018年美国床垫线上渠道收入分别为18.48亿和36.40亿,2016年至2018年美国Top 15床垫电商品牌销售总额增速均在40%以上;市场份额方面,2018年美国床垫销售线上渠道占整个零售市场约21%,对比2014年的6%有较大提升。由于盒装床垫只适用于高度抗压、不易变形的床垫材质,因此产品主要使用材料为记忆棉、乳胶、其他海绵等;而根据Walmart.com网站内“Mattress-in-a-box”的搜索结果,销量排名前10的床垫中有7款为记忆棉材质,根据Google Trend的数据,用户在搜索mattress-in-a-box时最可能同时搜索的主题是记忆泡沫,可见目前盒装床垫的主流材质为记忆棉。未来随着电商渠道的继续发展,美国记忆棉床垫市场有望继续增长。

图40: Google Trend盒装床垫热门相关主题(分数)



数据来源: Google Trend、广发证券发展研究中心

图41: Casper的Mattress-in-box示意图



数据来源: Casper公司官网、广发证券发展研究中心

美国电动床市场增长迅速,记忆棉品类发展受益。根据ISPA的统计,美国地区智能电动床的销售量从2016年的186.07万张增至2018年的324.28万张,复合增长率32.01%,行业整体处于渗透率提升的红利期。记忆棉床垫由于具有较高的柔韧性和出色的泄压能力,与电动床和其他可调节床基契合度更高,因此未来也将受益于电动床以及可调节床基的发展。

3.对标国内: 记忆棉品类成长空间较大

(1) 行业成长潜力: 存量房更新需求可观,消费升级带动同等城市价格提升

需要更新软体家具的存量房数量正逐步增长,同比增速超20%,将为软体家具企业带来较大市场。假设存量房中10年以上的房屋有更新沙发和床垫的需求,由于大件家具更换较为繁琐,可能有大部分客户选择推迟更换甚至不更换,故假设20%有更新需求的存量房住户愿意在当年更换。根据过去存量房套数测算出存量房2018-2020年的更新改造比例分别为5.5%、6%和6.5%。一套房中卧室为2-3间,会相应配备床垫,故假设每套房需要更新的床垫为2件。参考顾家等主流床垫品牌1.8m*2m床垫零售价格,假设每件床垫价格为3000元。通过计算得出,2018-2020年间,更新床垫带来的销售为101亿元、132亿元、168亿元,同比增长分别为20.5%、30.5%、27.7%。

表2: 存量房沙发、床垫更新需求测算

	2017	2018	2019E	2020E
--	------	------	-------	-------

10年前存量房占现有存量房比例	26.32%	27.49%	30.05%	32.64%
假设更新意愿	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
存量房更新比例	5.26%	5.50%	6.01%	6.53%
存量房套数(万套)	3547.4	4091.0	4884.2	5743.8
存量房更新套数(万套)	186.71	224.96	293.58	374.98
YoY		20.49%	30.50%	27.73%
每套存量房更新床垫需求量(件)	1.5	1.5	1.5	1.5
更新床垫总需求量(万件)	373.43	449.92	587.15	749.96
更新床垫销售规模(亿元)	84.02	101.23	132.11	168.74
更新床垫销售同比		20.5%	30.5%	27.7%

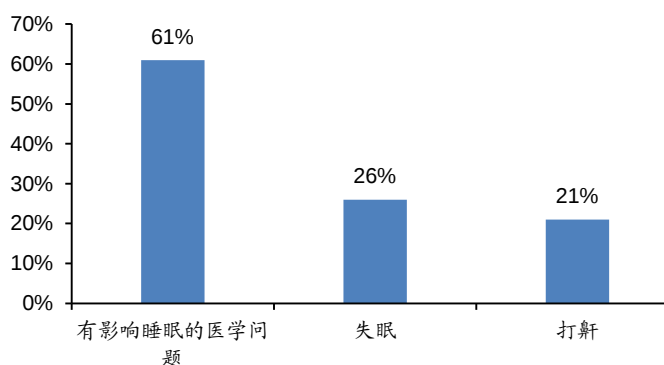
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心、来源报告《以美为鉴, 观软体巨头对比与成长之路》

(2) 品类成长潜力: 消费者健康意识提升, 盒装床垫与电动床需求待挖掘

国内消费者健康意识提升, 对于床垫产品认知更加科学。根据中国医师协会睡眠医学专业委员会2018年发布的全球睡眠状况及睡眠认知最新调查数据报告数据, 全球成年人中, 超过六成(61%)存在某种影响睡眠的医学问题, 四分之一的成年人报告失眠(26%)和五分之一的人打鼾(21%); 而根据喜临门2020年发布的调研报告, 中国经常失眠人群占比已经从2018年的24.9%上升至2019年的36.1%。在国内, 更换床垫已经成为解决睡眠问题的重要途径, 根据CBNData的调查数据, 54%的具有睡眠问题的受访者认为更换优质床垫是行之有效的助眠方式, 而喜临门2019年进行的“21天睡眠实验”发现, 通过改变睡眠环境将更有效地调整用户深度睡眠质量, 更换优质床垫是其中的重要方式。未来随着消费者健康意识的进一步提升, 记忆棉需求空间较大。

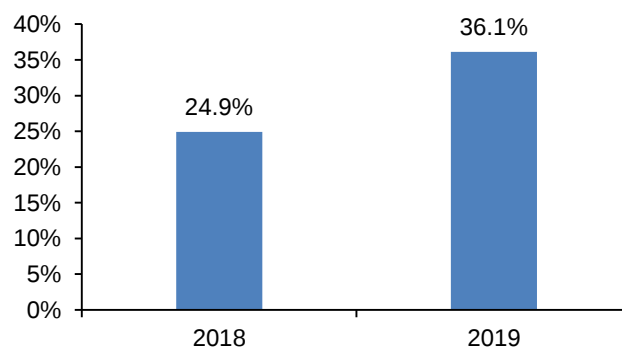
除此以外, 通过主流记忆棉厂商不断的消费者教育, 国内消费者正在逐步摆脱“硬板床对腰部最有利”传统偏见, 认识到“睡感”较柔软的记忆棉产品能够有效保护颈椎和腰部并减少对人体血管的压迫, 更有利于保健。以上因素都将有利于记忆棉品类未来获取更大市场份额。

图42: 全球睡眠问题普查



数据来源: 中国医师协会睡眠医学专业委员会、广发证券发展研究中心、来源报告《以美为鉴, 观软体巨头对比与成长之路》

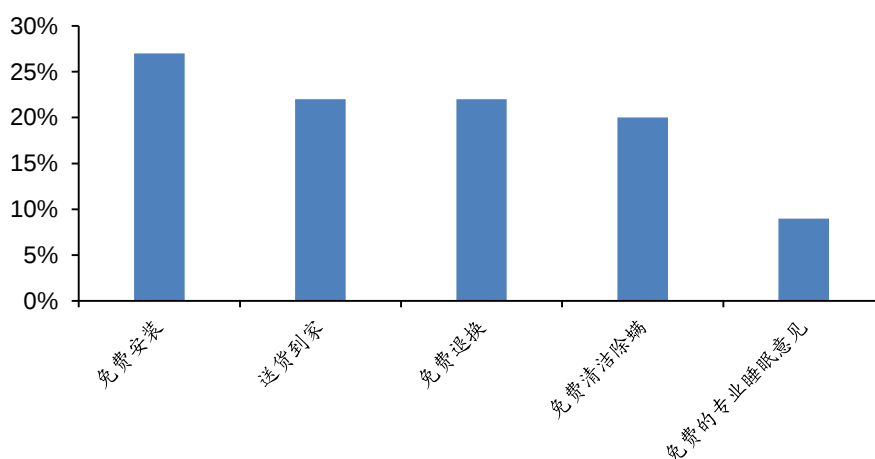
图43: 2018-2019中国经常失眠人群占比变化



数据来源: 《2020 喜临门中国睡眠指数报告》、广发证券发展研究中心

国内家居电商发展滞后，盒装床垫普及度有待提升。在国外，DTC商业模式快速兴起并对传统床垫行业造成较大冲击，美国的床垫线上销售占比持续上升，短短几年内就有多家DTC床垫公司发展成为独角兽甚至成功上市。反观国内，虽然电商平台发展迅速，但是家居电商目前仍处于滞后状态——消费者网购主要以轻品类为主，床垫、沙发等体积大、客单价高、消费频次低的重品类产品线上增速较缓慢，更多作为线下导流的入口。而根据Daxue咨询的调查数据，中国消费者对于床垫附加服务需求最高的3项分别为：免费安装、送货到家、免费退换，由于盒装床垫运输方便、成本较低，商家能够较好满足消费者以上需求，因此未来在国内发展潜力较大。

图44：中国消费者最喜爱的床垫附加服务



资料来源：Daxue Consulting、广发证券发展研究中心

国内电动床行业仍为蓝海，匹配床垫成长空间较大。电动床已经进入我国市场十多年，但是市场对电动床的认知程度并不高。电动床在我国主要的应用场景为医疗用电动床，家用电动床普及程度更低，因此我国电动床的市场发展前景十分广阔，市场渗透率还有较大提升空间；未来随着我国人口老龄化程度加深、居民收入水平提高、电动床企业市场宣传到位，我国电动床需求有望实现持续增长。由于记忆棉床垫与电动床匹配性较高，因此随着电动床普及度提升，记忆棉有望进一步打开市场。

（三）国内软体行业：多重因素驱动行业未来“马太效应”

通过借鉴美国床垫市场的发展历史，我们看到行业集中度提升的驱动因素主要有二：一是行业景气度下降，市场竞争激烈程度加剧，从而加速行业整合；二是行业巨头发展至一定规模后，主动进行横向收并购扩张，以获取规模效益并突破发展瓶颈。按此逻辑对标中国软体家具市场，我们认为几大因素将利好未来市场格局持续优化。

1. 外在因素：房地产增速放缓叠加贸易战与反倾销，行业格局变化加剧

上游房地产增速放缓与下游消费升级，加速床垫行业整合。中国房地产市场在2016年以后总体呈现下降趋势，调控政策之下高速增长的时期已经过去，而过去几十年，中国床垫行业随着地产行业红利持续增长，由于消费者大多为首次购买床垫，对于品牌、质量和功能等认知不足，价格和购买渠道的便利性成为首要考虑因素，

因此众多中小区域性品牌得以生存。当前随着行业逐渐转向存量房的更新升级需求，消费者更加注重产品的舒适性、环保性、功能性、美观性以及品牌口碑与知名度，中小企业由于缺乏资金持续投入研发与营销，在竞争中必然处于劣势，面临淘汰或整合的危机。

关税仍在，海外产能转移发力，高税率促龙头海外代工集中度提升。沙发出口企业贸易战关税仍在，床垫企业面临反倾销与贸易战双重关税，19年3月以来主流软体企业开启产能转移，海外产能持续放量，床垫企业2020年新增第二轮反倾销关税，贸易格局趋势向下，反而助力外贸订单望向已成功实现产能转移的龙头企业集中。

表 3：中美贸易战美国加征关税税率变化

时间	征税范围	加征税率
2018 年 6 月 15 日	约 500 亿美元商品	25%
2018 年 8 月 23 日	约 160 亿美元商品	25%
2018 年 9 月 24 日	约 2000 亿美元商品	10%
2019 年 5 月 10 日	约 2000 亿美元商品	25%
2019 年 10 月 1 日	约 1120 亿美元商品 (List A)	15%
2019 年 12 月 15 日	约 1120 亿美元商品 (List A)	拟降至 7.5%
2019 年 12 月 15 日	约 1650 亿美元商品 (List B)	拟取消原定于 12 月 15 日加征的 15% 关税

数据来源：USTR、广发证券发展研究中心

表 4：2019 年反倾销最终税率

企业名称	初裁	终裁
Zinus Inc./Zinus Xiamen Inc./Zinus Zhangzhou Inc(际诺思/际诺思 厦门/际诺思漳州)	86.64%	192.04%
Separate Rate Companies(其他出口商)	74.65%	162.76%
China-wide entity 中国普遍	1731.75%	1731.75%

数据来源：中国贸易救济信息网、广发证券发展研究中心

表 5：2020 年第二轮床垫反倾销初裁

国家名称	初裁
Cambodia(柬埔寨)	252.74%
Indonesia(印度尼西亚)	2.61%
Malaysia(马来西亚)	42.92%
Serbia(塞尔维亚)	13.63%
Thailand(泰国)	572.56%-763.28%
Turkey(土耳其)	20.03%
Vietnam(越南)	190.79%-989.9%

数据来源：Furniture Today、广发证券发展研究中心

2. 内在因素：产品、渠道、物流、产能同时提升，助力国内龙头不断下沉市场

不同于美国的大零售商模式，国内床垫企业主流销售模式依靠经销商体系，过

去由于产品价位、资金、物流与产能的限制，龙头企业门店主要集中在一二三线城市；但近年来，随着产品价格下降，产能端头部企业生产基地扩张与布局完善，床垫行业龙头企业销售半径不断扩大，覆盖地区和消费者迅速提升，对于区域性和中小品牌冲击较大。看好未来顾家家居、敏华控股等龙头份额持续提升，行业集中度有望继续上升。详见我们2020年9月报告《复盘La-Z-Boy发展历程，观国内功能沙发成长潜力》、7月报告《顾家家居：三大核心竞争力详解，龙头扬帆再起航》。

五、风险提示

美国贸易战进一步升级，对美出口业务受到负面影响；原材料价格上涨影响产品毛利率；行业内品牌加大国内营销力度，国内市场竞争加剧；疫情导致同业竞争风险加剧。

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。

张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

曹倩雯：高级分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。