

# 麒盛科技 (603610)

## 智能电动床先行者，伴随欧美消费升级东风快速成长

### 麒盛科技是智能家居行业龙头企业

1) 2016-2018 年公司营收复合增长率为 37.46%，保持高速增长态势。2018 年公司实现归母净利润 2.92 亿元，同比增长 160.15%，实现快速增长。2) 智能电动床是公司核心产品，2018 年占公司营业收入的 89.56%，近年来占比逐步提升。3) 销售区域以外销为主，公司境外主营业务收入占比始终在 94%以上，主要为美国市场。4) 经营模式以 ODM 为主，ODM 模式营收占比保持在 70%以上。5) 公司境外市场销售形成床垫厂商合作+零售商合作+网络销售三种模式，床垫厂商合作模式的收入占比保持在 80%左右。6) 公司主要客户为舒达席梦思(SSB)、泰普尔丝涟(TSI)，好市多(COSTCO)，客户集中度较高，2019Q1 公司前五大客户营业收入占总营业收入为 82.46%。公司与核心客户关系稳固，合同以长期为主。7) 除美国外，公司积极开拓全球境外市场。8) 产业链整合能力强，智能电动床上游电器设备垂直整合。9) 同业竞争优势明显，公司毛利率、净利率等都处于行业领先水平。10) 产能扩张，抢占市场。2019 年麒盛科技公开发行上市筹集资金，最终募集资金净额 15.96 亿元，用于投资年产 400 万张智能床总部项目（一期）、品牌及营销网络建设项目以及补充流动资金，项目达产后预计可形成每年 200 万张的电动床产能。

### 智能电动床行业发展快速，小而美的蓝海市场

1) 智能电动床主要消费市场集中在欧美发达市场。2) 市场规模不大，但增速强劲。美国地区仅通过床垫企业间接实现销售的智能电动床销售额从 2011 年的 2.04 亿美元增长至 2017 年的 6.16 亿美元，年均复合增长率高达 20.25%。2018 年通过床垫企业+直接向零售商销售智能电动床数量为 324.28 万张，同比增长 52.83%，共实现销售额 11.34 亿美元，同比增长 32.16%。3) 智能电动床渗透率逐步提升。2018 年智能电动床销量占全部床型比例为 13.74%，较去年同期增加 3.41pct。4) 国内认知度较低，消费者教育尚需时间。国内尚处于床垫替代硬床板阶段，智能床的普及尚需时间。

**市场竞争：智能电动床专业生产规模较小，大型软体家具企业推进布局** 1) 海外市场：智能电动床率先出现在欧美市场，美国市场主要制造商包括礼恩派和幻知曲，智能电动床品类非其核心品类。2) 国内市场：专业生产规模较小，大型软体厂商拓品类布局智能电动床。专业生产龙头为麒盛科技，其余专业生产收入规模普遍在 3 亿元以下。大型软体厂商亦拓品类进入智能电动床领域，梦百合发行可转债募资投入功能家具研发及产业化项目，新增零压功能床年产能 40 万张以及零压功能椅年产能 15 万张。随着众多专业型厂商、软体综合类厂商对智能床类的布局，国内智能床市场渗透率有望持续提升。

我们预计公司 19 年-21 年营业收入为 25.56、30.37、39.78 亿元，增速分别为 6.90%、18.80%、30.99%，归母净利为 3.49、4.31、5.74 亿元，增速分别为 19.27%、23.35%、33.35%，对应 PE 分别为 21.31、17.27、12.95。首次覆盖给予“买入”评级，对应目标价 75.8 元。

**风险提示：**客户集中度较高风险；贸易战加剧；行业竞争加剧风险；公司经营风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,388.48	2,391.09	2,556.10	3,036.61	3,977.79
增长率(%)	9.73	72.21	6.90	18.80	30.99
EBITDA(百万元)	266.94	424.18	407.77	508.92	681.66
净利润(百万元)	112.51	292.69	349.10	430.61	574.22
增长率(%)	324.33	160.15	19.27	23.35	33.35
EPS(元/股)	0.75	1.95	2.32	2.86	3.82
市盈率(P/E)	66.11	25.41	21.31	17.27	12.95
市净率(P/B)	11.94	8.11	5.72	4.30	3.23
市销率(P/S)	5.36	3.11	2.91	2.45	1.87
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.00	12.95	8.33

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	49.48 元
目标价格	75.8 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	150.33
流通 A 股股本(百万股)	37.58
A 股总市值(百万元)	7,438.46
流通 A 股市值(百万元)	1,859.62
每股净资产(元)	9.99
资产负债率(%)	41.34
一年内最高/最低(元)	64.31/37.50

### 作者

范张翔 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110518080004  
 fanzhangxiang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 麒盛科技：智能电动床龙头企业</b>	<b>6</b>
1.1. 公司股权结构	6
1.2. 公司规模高复合增速增长	7
1.3. 募资扩建产能，先行储备动能	8
<b>2. 智能电动床行业快速发展，细分市场小而美</b>	<b>9</b>
2.1. 智能家居市场呈快速发展态势	9
2.2. 智能电动床：海外市场发展快速，行业渗透率逐步提升	11
2.2.1. 智能电动床功能性强	11
2.2.2. 美国市场为主力消费市场	12
2.2.3. 国内智能电动床处于产品导入期，养老市场推动新增长	13
2.3. 智能电动床有望复制功能沙发行业发展路径	14
2.3.1. 功能沙发行业渗透率逐步提升，国内市场仍处于高增长阶段	15
2.3.2. 龙头公司积极丰富产品结构，加大宣传力度	15
<b>3. 竞争格局：大厂逐步布局，竞争环境较宽松</b>	<b>17</b>
3.1. 海外市场：智能电动床为龙头厂商的非核心品类	17
3.1.1. 礼恩派	17
3.1.2. 幻知曲	18
3.2. 国内市场：主营电动床品类企业规模较小，大型软体家具企业推进布局	20
3.2.1. 主营产品为电动床的厂商	20
3.2.2. 软体家居企业扩展品类	20
<b>4. 智能电动床行业先行者，稳扎稳打开拓布局</b>	<b>21</b>
4.1. ODM+自有品牌，销售模式多线展开	21
4.1.1. 销售区域以外销为主，经营模式以 ODM 为主	21
4.1.2. 境外：“床垫厂商合作+零售商合作+网络销售”	23
4.1.3. 境内：“直营+经销商”	23
4.2. 与龙头床垫厂商建立长期合作关系，不断拓展新客户	24
4.2.1. 客户集中度较高，建立长期稳定合作	24
4.2.2. 不断开拓新客户，全球多地区布局寻求增量	27
4.3. 产业链整合能力强，供应商长期稳定	28
4.4. 上市扩张产能，抢先占据市场	30
4.5. 顺低价趋势，走性价比之路	31
4.6. 同业竞争优势明显	32
4.6.1. 致力研发，拥有核心技术	32
4.6.2. 人效优势明显	33
4.6.3. 盈利水平优于同业	33
4.6.4. 营运效率同业前列	34
<b>5. 盈利预测及投资建议</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司营业收入情况 (亿元)	7
图 3: 公司归母净利情况 (亿元)	7
图 4: 公司核心业务是智能电动床 (亿元)	8
图 5: 2019Q1 年公司智能电动床主要系列产品营收结构	8
图 6: 公司境外主营业务收入及毛利率 (亿元)	8
图 7: 公司境内主营业务收入及毛利率 (亿元)	8
图 8: 全球智能家居行业快速发展 (亿美元)	9
图 9: 中国智能家居收入位居世界第二 (2018 年) (亿美元)	10
图 10: 中国智能家居渗透率较低 (2018 年)	10
图 11: 中国智能家居市场规模预测 (亿美元)	10
图 12: 全球智能家居产品市场份额 (2018)	10
图 13: 中国智能家居产品市场份额 (2018)	10
图 14: 智能家居发展趋势图	11
图 15: 智能电动床实物图	12
图 16: 美国市场智能电动床销售额 (百万美元) (间接销售)	12
图 17: 美国市场智能电动床销售状况 (直接销售和间接销售)	12
图 18: 国内智能电动床认知度较低	13
图 19: 天猫店铺智能电动床品牌销量	13
图 20: 中国人口年龄结构 (2018 年)	14
图 21: 我国居民人均可支配收入 (元)	14
图 22: 美国功能沙发市场渗透率逐年提升	15
图 23: 美国功能沙发生产商 CR5 达 53.9%	15
图 24: 中国功能沙发市场渗透率逐步提升	15
图 25: 中国功能沙发市场 CR5 达 69.1%	15
图 26: 3+1 坐功能沙发	16
图 27: 单人沙发椅	16
图 28: 乐至宝第 34 届深圳国际家具展	16
图 29: 线上销售	16
图 30: 礼恩派 2018 年实现营业收入 42.7 亿美元	17
图 31: 礼恩派 2018 年实现归母净利润 3.14 亿美元	17
图 32: 2019 年前三季度礼恩派毛利率回升 (%)	17
图 33: 幻知曲睡眠系统	19
图 34: 幻知曲智能电动床	19
图 35: 梦百合 2018 年电动床实现营收 2.3 亿元	20
图 36: 梦百合智能睡眠系统	21

图 37: 慕思按摩椅产品.....	21
图 38: 慕思电动床产品.....	21
图 39: 公司主营收入区域占比.....	22
图 40: 外销收入主要集中在美国市场 (亿元).....	22
图 41: 公司经营模式以 ODM 为主 (营收: 亿元).....	22
图 42: 2018 年美国床垫制造商出货量市场份额占比.....	24
图 43: 公司前五大客户营业收入维持高位.....	25
图 44: 印有 “Ergomotion” logo 的产品.....	26
图 45: 公司人工成本优势明显 (元).....	26
图 46: 原材料采购金额占采购总额的比例变动情况.....	29
图 47: 2019Q1 主要原材料采购金额占采购总额的比例.....	29
图 48: 麒盛科技产能、产量、产能利用率情况 (单位: 万件).....	30
图 49: 公司智能电动床平均单价变动情况.....	31
图 50: 公司毛利率变化情况.....	31
图 51: 可比公司研发费用率.....	33
图 52: 同业人效水平 (营业收入/员工数).....	33
图 53: 同业毛利率对比.....	34
图 54: 同业净利率对比.....	34
图 55: 同业固定资产周转率对比 (%).....	34
图 56: 同业应收账款周转率对比 (%).....	34
表 1: 本次发行募集资金用途 (单位: 亿元).....	8
表 2: 智能电动床功能.....	11
表 3: 2018 年美国地区固定床、智能电动床销售情况.....	13
表 4: 功能沙发功能.....	14
表 5: 各部分产品销售额对比 (单位: 百万美元).....	18
表 6: 礼恩派各种智能电动床型号.....	18
表 7: 2017 年国内智能床品牌排行前五名.....	20
表 8: 公司持有的自有品牌情况.....	22
表 9: 境内不同销售模式下收入及占比情况 (单位: 亿元).....	23
表 10: 主要客户信息.....	24
表 11: 2018 年美国床垫制造商 Top5 出货量 (亿美元).....	24
表 12: 在前两大客户智能电动床采购中产品的数量、金额及占比情况 (单位: 万张, 亿元).....	25
表 13: 公司与主要客户就价格调整方案协商关税承担方式.....	27
表 14: 加征关税后公司美国市场销量情况 (万张).....	27
表 15: 麒盛科技新增客户情况.....	27
表 16: 除美国以外的境外市场的销售情况 (单位: 亿元).....	28
表 17: 2019Q1 公司前五大供应商.....	29
表 18: 礼海电气供货占公司同类原材料采购总额的比例 (单位: 亿元).....	29

表 19: 越南基地计划年产能 (万张/万美元) .....	30
表 20: 智能电动床主要系列产品平均单价变动情况 (元) .....	32
表 21: 麒盛科技部分专利情况 .....	32
表 22: 麒盛科技营收拆分及预测 .....	35
表 23: 可对比公司估值表 .....	36

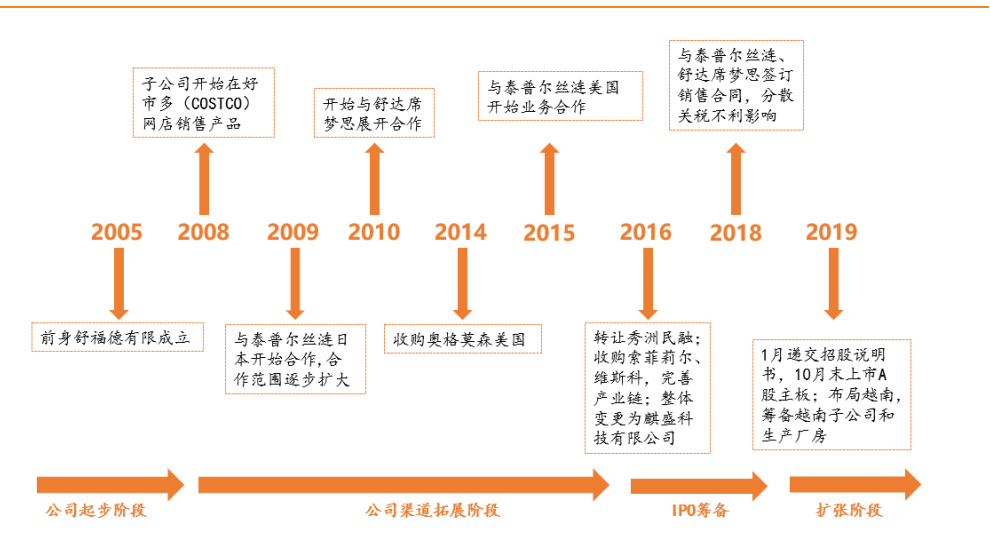
## 1. 麒盛科技：智能电动床龙头企业

麒盛科技成立于 2005 年 10 月 19 日，2019 年发行股票上市，公司主要从事智能电动床及配套产品的研发、设计、生产和销售，主要产品为智能电动床、床垫、配件及其他，是全球领先的健康睡眠解决方案提供商。公司秉承“创造美妙的智能生活”的宗旨，坚持以环保、安全、符合人体工学原理为设计核心，以实现睡眠监测、睡眠干预为发展目标，目前与全球知名公司舒达席梦思 (SSB)、泰普尔丝涟 (TSI)、好市多建立了长期稳定的合作关系。作为国内最早从事智能电动床研发生产的企业之一，公司具有领先的技术优势和设计优势，已成为国内智能电动床行业的龙头企业。

### ● 麒盛科技发展历程

- **公司起步阶段。**2005 年 10 月，公司前身舒福德有限公司成立。舒福德有限公司在 2006 年 4 月进行第一次增资。
- **公司销售渠道拓展阶段。**2008 年，公司在好市多(COSTCO)网店平台以自有品牌销售产品；2009 年起，公司与泰普尔丝涟(TSI)日本开始业务合作，合作范围逐渐扩大至新加坡、中国、加拿大；2010 年起，公司开始与舒达席梦思(SSB)合作；2014 年 9 月 18 日，舒福德投资收购奥格莫森美国；2015 年起，公司向泰普尔丝涟(TSI)美国逐步提供智能电动床。2009 年 12 月、2011 年 9 月公司进行两次增资。
- **IPO 筹备阶段。**自 2016 年起，公司开始筹备申请首次公开发行股票事宜；集中发展主营业务，将与主营业务无关的资产从发行主体中进行剥离；2016 年 7 月分别收购索菲莉尔 66.67%和维斯科 100%的股权，完善公司的业务模式和产业链；2016 年 8 月、9 月、2017 年 12 月进一步对公司进行增资；2016 年 12 月，舒福德有限公司进行股份制改制，设立麒盛科技股份有限公司。
- **公司业务扩张阶段。**2019 年 10 月公司成功在 A 股上市，扩张产能，公司业务进一步拓展。

图 1：公司发展历程



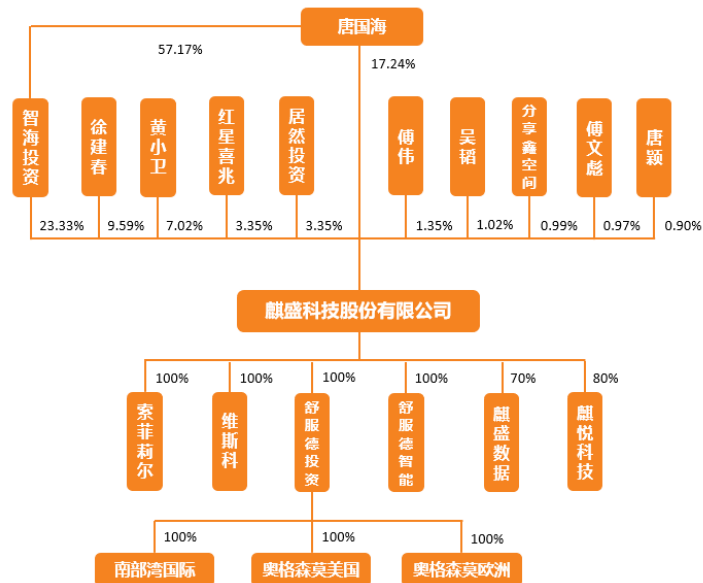
资料来源：麒盛科技招股说明书、天风证券研究所

### 1.1. 公司股权结构

**唐国海、唐颖为公司实际控制人。**截至 2019 年 10 月 29 日，公司目前总股本为 1.50 亿股。智海投资持有公司股份 3507.00 万股，持股比例为 23.33%，为公司控股股东；公司董事长唐国海直接持有公司股份 2592.08 万股，持股比例 17.24%，同时持有智海投资 57.17% 的股权，通过智海投资间接持有公司股份 2004.95 万股，合计持有公司股份 4597.03 万股，占总股本 30.58%。唐颖持有公司股份 134.67 万股，持股比例 0.9%。唐氏父女是公司实际控制人，合计持有公司股份 31.48%。



图 2：麒盛科技股权结构图（截至 2019.10.29）

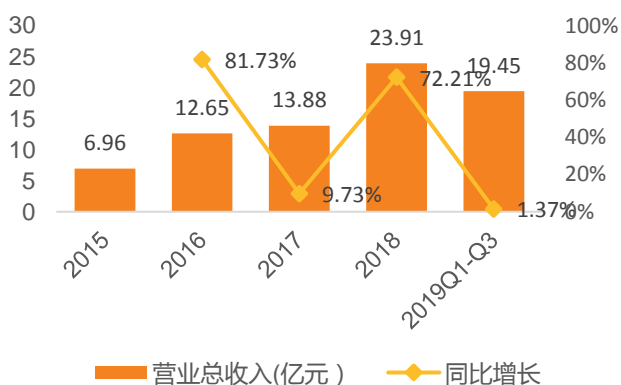


资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

## 1.2. 公司规模高复合增速增长

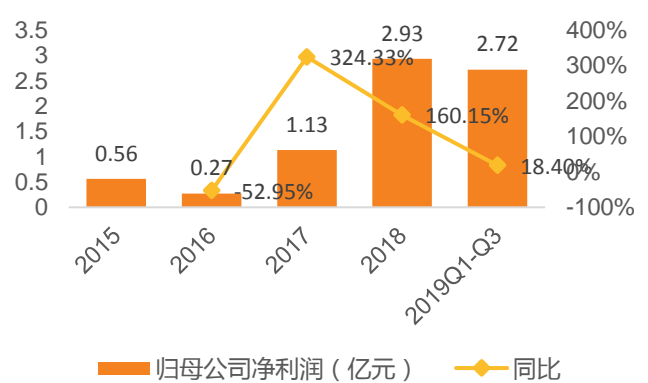
公司营收复合增速较快，盈利能力持续提升。2018 年公司实现营业收入 23.91 亿元，同比增长 72.21%，2016-2018 年公司营收复合增长率为 37.5%，保持高速增长态势。2018 年公司实现归母净利润 2.93 亿元，同比增长 160.15%。2019Q1-Q3 公司归母净利 2.72 亿元，同比增长 18.4%，营收受产能/高基数/贸易战等因素影响，当年有所放缓。结合公司新业务和新客户拓展，2016 和 2018 年营收利润新上台阶，其中 2016 年扣非归母净利润同比增长 237.64%，非经常损失大和为上市准备一次计提有关。

图 2：公司营业收入情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司归母净利润情况（亿元）



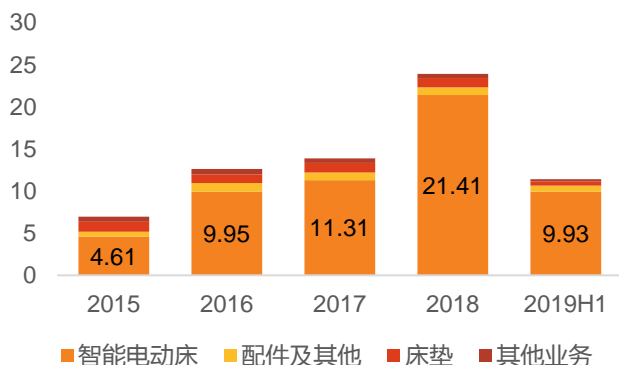
资料来源：wind，天风证券研究所

智能电动床是公司核心产品，产品类型丰富。公司主营业务为智能电动床，2018 年智能电动床实现营业收入 21.41 亿元，占公司营业收入的 89.56%，近年来占比逐步提升。床垫、配件及其他、其他业务 2018 年营业收入分别为 1.08 亿元、0.94 亿元、0.48 亿元。

公司进一步丰富产品线，逐步推出性价比产品。40+S 系列是公司主要产品，2018 年实现营业收入 7.45 亿元，在智能电动床业务中占比 34.81%，其次是 480 产品，18 年实现营收 3.02 亿元，占比 14.10%。2018 年公司进一步丰富产品线，在保持 40+S 系列销售力度的同时，推出与其市场定位相似、性价比更高的 480 系列，同时加大力度推广其升级款智能电动床 460 系列。对于 330 系列，公司也在保持销售力度的同时，加推了与其市场定位

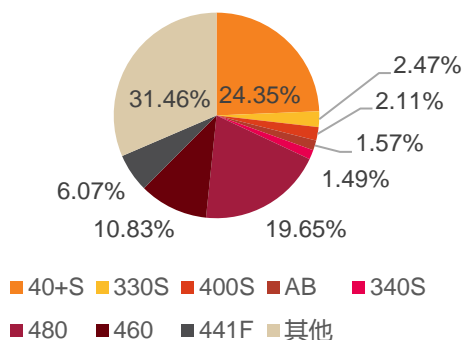
相似、性价比更高的 3370 系列。性价比产品占比逐步提升。

图 4：公司核心业务是智能电动床（亿元）



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

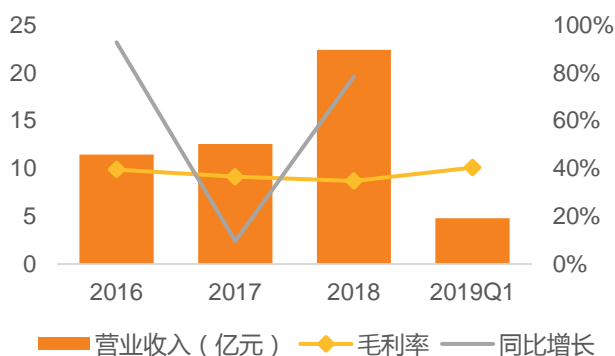
图 5：2019Q1 年公司智能电动床主要产品营收结构



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

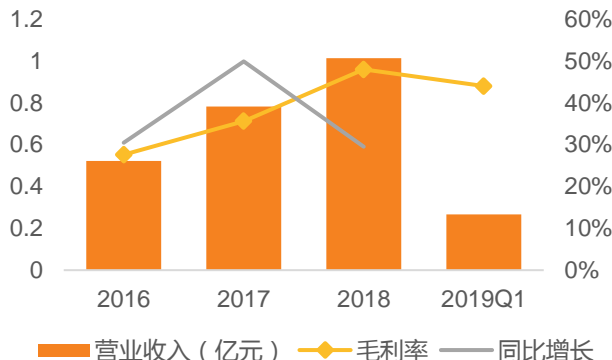
**公司主要业务为出口。**公司主营业务收入主要来自境外，2018 年实现境外营业收入 22.42 亿元，同比增长 78.48%，实现大幅增长，境外地区营业收入整体保持高速增长态势。境外业务毛利率维持高位，2019Q1 毛利率创新高为 40.36%。境内地区营收增长较为平稳，2018 年实现营收 1.01 亿元，同比增长 29.49%，18 年以来毛利率高于境外，2019Q1 毛利率为 43.97%。

图 6：公司境外主营业务收入及毛利率（亿元）



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

图 7：公司境内主营业务收入及毛利率（亿元）



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

### 1.3. 募资扩建产能，先行储备动能

公司业务处于快速成长阶段，现有产能已经不能满足国内外电动床市场的发展需要，产能限制目前已经成为公司业务发展的主要瓶颈。2019 年麒盛科技公开发行上市筹集资金，最终募集资金净额 15.96 亿元，用于投资年产 400 万张智能床总部项目（一期）、品牌及营销网络建设项目以及补充流动资金。

表 1：本次发行募集资金用途（单位：亿元）

序号	项目名称	投资总额	使用募集资金	其他方式自筹
1	年产 400 万张智能床总部项目（一期）	10.25	9.55	0.70
2	品牌及营销网络建设项目	3.86	3.86	—
3	补充流动资金	4.00	2.56	1.44



合计	18.10	15.96	2.14
----	-------	-------	------

资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

**年产 400 万张智能床总部项目（一期）：**2016 年-2018 年公司收入规模从 12.65 亿元增长至 23.91 亿元，智能电动床销量从 42.8 万张增长至 114.62 万张。目前公司电动床产能已经饱和，公司面临较大产能瓶颈问题。一期项目预计形成年产 200 万张智能电动床的生产能力，公司目前产能规模为 117 万张，募投项目将大幅扩充公司产能。

**品牌及营销网络建设项目。**公司根据营销网络的现有条件和未来发展规划，计划在北京、上海、广州、深圳、重庆、杭州六个城市分别开设一家旗舰店，成都市、天津市、武汉市、南京市、长沙市、西安市、苏州市、无锡市、宁波市、青岛市、大连市、厦门市十二个二线城市开设标准店，同时在这六个城市和十二个二线城市开立专业卖场店、综合商业体标准店、社区标准店，合计开设 6 家旗舰店、12 家标准店、78 家专业卖场店，96 家综合商业体标准店以及 78 家社区标准店。旨在通过完善的营销网络体系加强公司品牌宣传能力、市场开拓能力以及售后服务能力，使得公司进一步加快客户需求响应速度，提高国内市场对于智能电动床的认知度，挖掘国内市场消费需求。

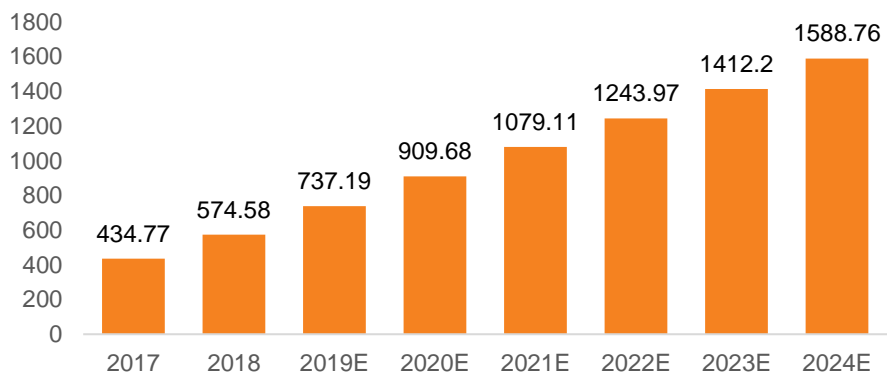
**补充营运资金。**随着公司产品种类进一步丰富、业务规模进一步扩大，公司对新增营运资金的需求加大。本次募集资金 2.56 亿元用于补充主营业务相关营运资金，以缓解流动资金压力，为公司各项经营活动的顺利开展提供充足的流动资金保障，有助于公司持续健康发展。

## 2. 智能电动床行业快速发展，细分市场小而美

### 2.1. 智能家居市场呈快速发展态势

**全球智能家居市场发展迅速。**根据 CSIL 统计，世界家具贸易总额在 2009 年至 2018 年持续增长，从 940 亿美元增加至 1500 亿美元，年均复合增长率为 5.33%。随着计算机控制技术和电子通讯技术的发展及消费者对居住环境的效率性、便捷性需求的提升，传统家具产业智能化是必然发展结果。根据 Statista 统计，2018 年全球智能家居市场规模为 574.58 亿美元，预计到 2024 年规模增长至 1588.76 亿美元，年均复合增长率 18%，呈快速发展态势。

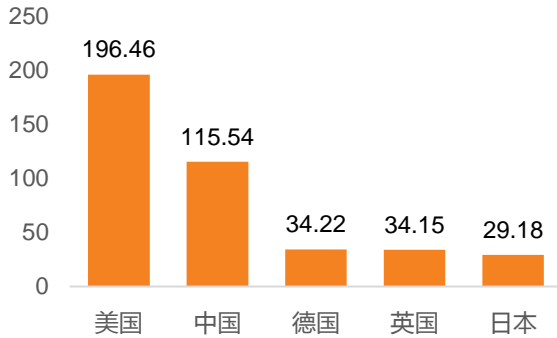
图 8：全球智能家居行业快速发展（亿美元）



资料来源：Statista，天风证券研究所

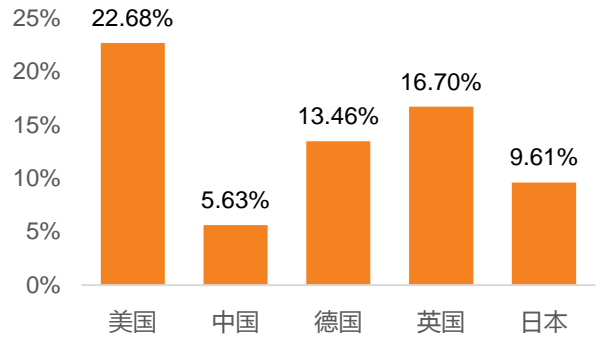
**我国智能家居市场规模全球第二，目前渗透率较低。**据 statista 统计，2018 年中国智能家居市场规模位列全球第二，达 115.54 亿美元，规模仅次于美国。而中国智能家居渗透率仅为 5.63%，远低于美国的 22.68%，目前中国智能家居市场仅处于导入期，未来发展空间广阔。Statista 预测，2022 年中国智能家具市场规模预计将达 289.2 亿美元，复合年增长率达 25.8%，增长迅速。未来随着智能家居市场规模不断扩大，市场渗透率也将逐步提升。

图 9：中国智能家居收入位居世界第二（2018 年）（亿美元）



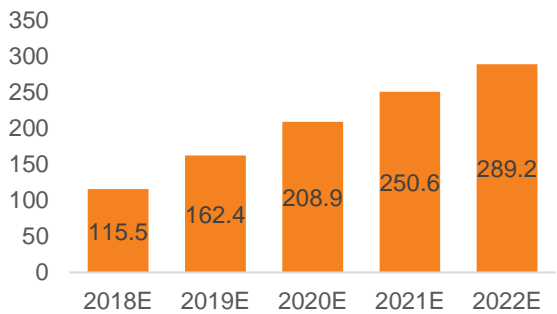
资料来源：Statista，天风证券研究所

图 10：中国智能家居渗透率较低（2018 年）



资料来源：Statista，天风证券研究所

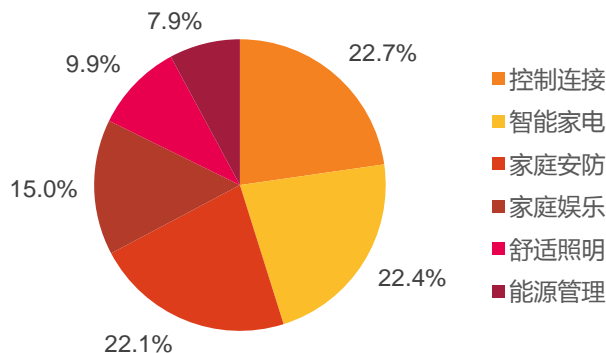
图 11：中国智能家居市场规模预测（亿美元）



资料来源：Statista，天风证券研究所

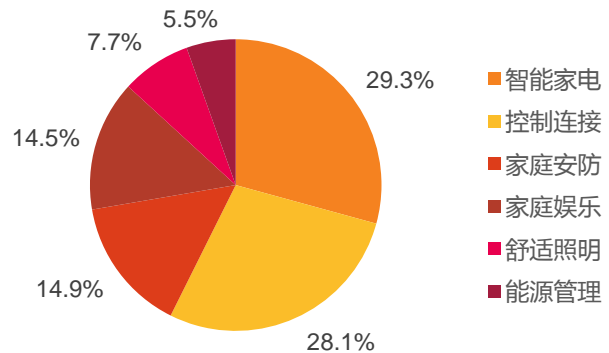
从智能家居品类组成来看，全球均处在组件智能化的阶段。从全球智能家居品类组成来看，2018 年全球智能家居市场产品主要可分为六类，控制连接、智能家电和家庭安防类产品占比较高，根据 Statista 预测数据，市场规模分别将达 130.6、128.9 和 126.9 亿美元，占比达 22.7%、22.4%和 22.1%。从中国智能家居品类组成来看，家庭安防、智能照明、智能影音占据前三名。智能家居领域的终极形态为系统的智能化，而从目前的发展状态来看，仍只是停留在组件智能化状态，这一特点在国内更为明显。

图 12：全球智能家居产品市场份额（2018）



资料来源：Statista，天风证券研究所

图 13：中国智能家居产品市场份额（2018）



资料来源：Statista，天风证券研究所

从产品形态的维度来看，智能家居的发展趋势可分为三个阶段。

**阶段一、单品智能化。**其中以家电产品智能化为代表，床等传统家具产品也紧跟智能化趋势步伐，在这一阶段主要实现家具产品与信息技术的融合。

**阶段二、单品之间互联互通。**不同品牌、不同品类的产品之间在物理上互联、在数据上互

通，这需要智能家居中的所有产品运营在同一的平台之上，遵循统一标准，这一阶段是智能家居行业向前发展的关键一步。

**阶段三、系统智能化。**继跨品牌、品类实现数据互通和互动之后再向前一步的发展结果，这一阶段产品间的互动互通都是机器的主动行为，不需要用户去人为干涉，比如智能电动床读取用户体温数据，空调就相应去自动调节气温至适宜温度。这一阶段的实现不仅需要大量传感器的介入来读取数据，还需要人工智能、机器学习、深度学习等算法技术来配合。

图 14：智能家居发展趋势图



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 智能电动床：海外市场发展快速，行业渗透率逐步提升

### 2.2.1. 智能电动床功能性强

智能电动床采用高科技硬件技术与低能耗有效结合的研发与设计理念，具有调节床板曲线、震动按摩、蓝牙音箱、床底灯、智能健康管理、移动终端 APP 控制等功能。具体应用功能包括：

- 1) **智能调节功能**：实现多角度任意调节；
- 2) **智能检测与干预功能**：通过安设在床底的非接触式生理体征传感器，智能电动床可以监测到用户的 HRV、心率、呼吸率、鼾声等多种数据，并可以通过 APP 为用户提供睡眠质量报告和睡眠健康建议；
- 3) **智能睡眠数据服务功能**：为用户提供长期稳定的睡眠数据记录。
- 4) **智能体验功能**：提供人性化功能，自动感应需求。

表 2：智能电动床功能

功能	内容
智能调节功能	零重力、观影、阅读、娱乐、按摩、音乐、深度睡眠
智能监测与干预功能	智能监测：HRV/心率/呼吸率/鼾声/微动/辗转/离床等数据 智能干预：检测到鼾声后通过自动调节床架的角度来缓解
智能睡眠数据服务功能	智能提醒与警报：提供身体体征异常和离床警报
智能体验功能	照明、音乐、充电等

资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

与人体工学座椅、可升降办公桌、功能沙发一样，智能电动床代表了最近 10-20 年以来家具产品人体工学趋势，代表了消费者对优质生活的追求，而且智能电动床具有调节床板曲线、震动按摩、蓝牙音箱、床底灯、智能健康管理、移动终端 APP 控制等功能，是较为刚需的智能家居产品。

图 15：智能电动床实物图



资料来源：舒福德官网，天风证券研究所

### 2.2.2. 美国市场为主力消费市场

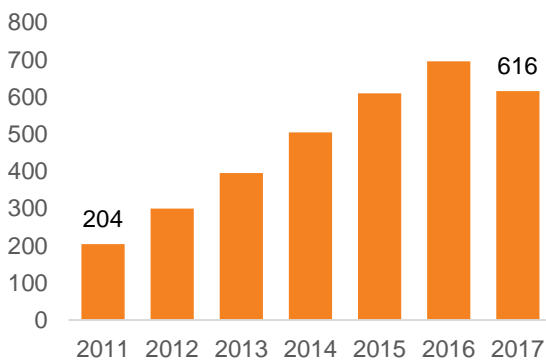
智能电动床的主要消费市场集中在欧美发达国家。就美国来看，智能电动床大约 15 年前出现在市场，产品最初面向行动不便的老人，购买群体绝大多数为 50 岁以上的人群。现在随着居民生活品质的提升、消费结构的升级以及厂商对于智能电动床的推广，越来越多的年轻人开始购买智能电动床，目前消费最多的群体年龄在 30-40 岁之间。

美国智能电动床的制造商销售渠道主要包括两个渠道：1) 直接向零售商销售的渠道，即制造商直接向终端零售商供货；2) 通过床垫企业间接实现销售，床垫企业将智能电动床配备自身床垫搭配销售。

智能电动床市场规模不大，但增速强劲。据 ISPA 统计，美国地区仅通过床垫企业间接实现销售的智能电动床销售额从 2011 年的 2.04 亿美元增长至 2017 年的 6.16 亿美元，年均复合增长率高达 20.25%，2017 年通过床垫企业间接实现销售的金额较之 2016 年有所下降，主要由于智能电动床直接向零售商销售的比例明显提升。

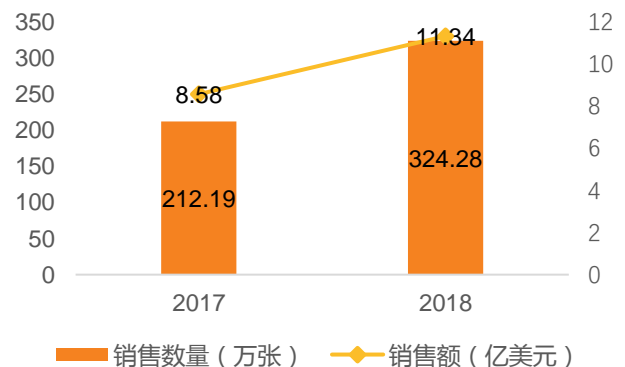
自 2017 年起，ISPA 增加了对于直接向零售商销售智能电动床的数据统计，17 年美国地区直接向零售商销售以及通过床垫企业间接销售的智能电动床数量约为 212.19 万张，同比增长 14.04%，实现销售额 8.58 亿美元，同比增长 5.7%；2018 年两种渠道销售智能电动床数量为 324.28 万张，同比增长 52.83%，共实现销售额 11.34 亿美元，同比增长 32.16%，增速强劲。

图 16：美国市场智能电动床销售额（百万美元）（间接销售）



资料来源：ISPA，天风证券研究所

图 17：美国市场智能电动床销售状况（直接销售和间接销售）



资料来源：ISPA《2018 Mattress Industry Trends Report》，天风证券研究所

智能电动床渗透率逐步提升。2018 年智能电动床销量占固定床比例为 13.74%，较去年同期增加 3.41pct，智能电动床市场渗透率逐步提升。单价来看，2018 年固定床平均单价为

67.90 美元，智能电动床的平均单价为 349.76 美元，后者是普通床价格的 5 倍左右。未来随着家具智能化的普及以及消费习惯的转型升级，智能电动床市场规模有望继续提升。

表 3：2018 年美国地区固定床、智能电动床销售情况

产品	销售额（亿美元）	销售量（万件）	单价（美元）
固定床	13.83	2036.25	67.90
智能电动床	11.34	324.28	349.76

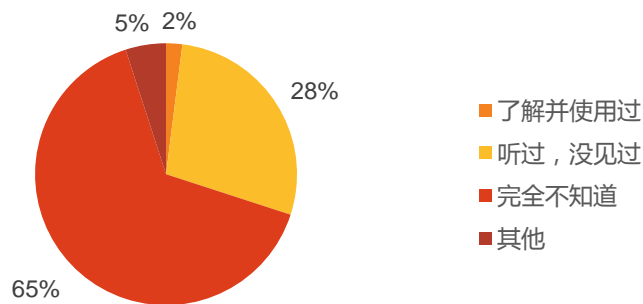
2018 年智能电动床销售变化情况	
占全部床型销量比例	13.74%
占比变化	+3.41pcts

资料来源：ISPA《2018 Mattress Industry Trends Report》，天风证券研究所

### 2.2.3. 国内智能电动床处于产品导入期，养老市场推动新增长

智能电动床在我国认知度较低，消费者教育尚需时间。在我国，智能电动床属于家具类消费中的高端消费，主要消费市场集中在江浙沪、京津等经济发达地区。基于前瞻产业研究院发布的数据，目前我国仅有 2%的消费者了解并使用过智能电动床，28%的消费者表示听说过但是没见过，超过 6 成的消费者则完全不知道。目前国内智能电动床还处于产品导入期。

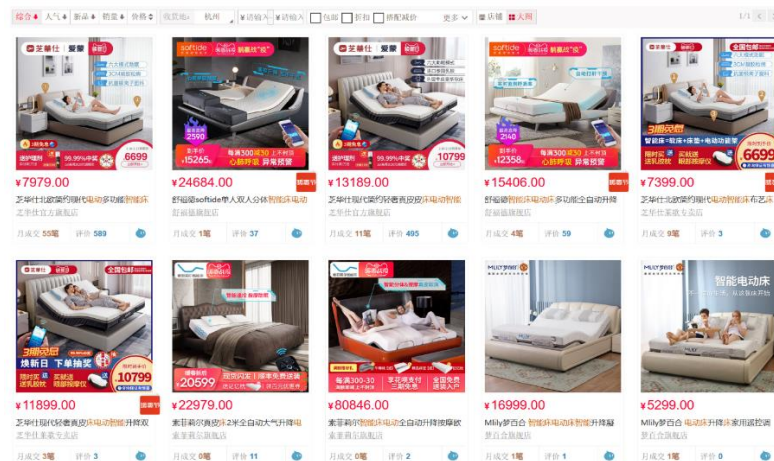
图 18：国内智能电动床认知度较低



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

从天猫上看，较为出名的品牌是舒福德（麒盛科技）、索菲莉尔（麒盛科技）、芝华仕（敏华控股）和梦百合，就销量而言，在数据统计当日，月销量最高的产品是芝华仕的北欧简约版电动床，月销量仅为 55 笔，其他电动床品牌销量更低。电动床在中国属于前沿的消费升级产品，还没真正迎来快速增长期。

图 19：天猫店铺智能电动床品牌销量



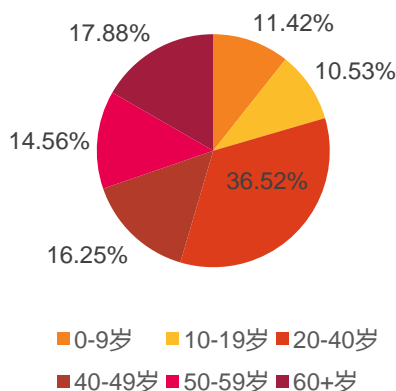


资料来源：天猫，天风证券研究所

从后续发展驱动力来看，城镇化水平的提升、居民可支配收入的增加、消费结构的升级转型等因素都将成为智能电动床渗透率提升的驱动因素。另外养老市场的发展也将为智能电动床的发展带来全新增长点。根据统计局数据显示，截止 2018 年末，我国 60 周岁及以上人口 24949 万人，占总人口的 17.9%，较 17 年底增加 0.5%；65 周岁及以上人口 16658 万人，占总人口的 11.9%，较 17 年底增加 0.6%，我国人口老龄化趋势愈发明显。

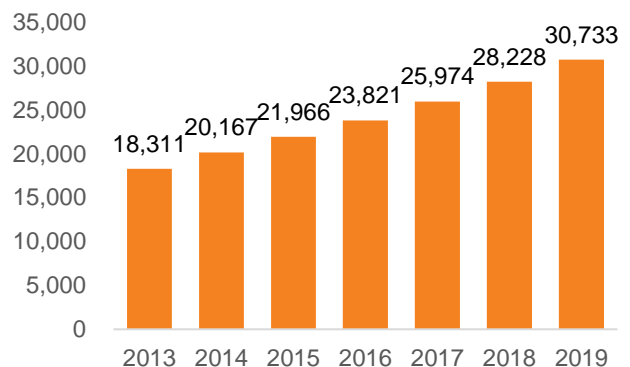
从欧美智能电动床产品的发展路径来看，智能电动床为行动不便的老人提供便捷性。智能电动床产品不仅可以为老人提供智能化的家居服务，还可以快捷地监测并记录老人的健康数据，在养老市场上具有广阔发展空间。未来随着人口老龄化不断深化，养老市场的逐步发展，智能电动床市场需求将会不断增加。

图 20：中国人口年龄结构（2018 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：我国居民人均可支配收入（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

国内尚处于床垫替代硬床板的阶段，智能电动床的普及率尚需时间。作为家具行业的新产品，智能电动床行业加深市场培育、扩大消费者群体还需要时间，未来预计行业内领先企业可通过降低产品价格、丰富产品功能等途径刺激电动床的销量。提升行业整体普及率。

### 2.3. 智能电动床有望复制功能沙发行业发展路径

**产品认知度和消费升级，消费者购买意愿提升。**功能沙发行业发展初期，由于产品认知度低、受消费习惯、产品结构单一、价位过高等因素影响，发展受阻。近年来随着各大功能沙发品牌宣传力度的加大以及各类电商和新媒体平台的兴起，消费者能够从更多渠道了解产品信息，随产品认知度提升，消费者购买意愿也逐步提升。同时，2015 年至 2018 年，我国居民人均可支配收入和人均消费支出保持增长，随着居民可支配收入水平的不断提高，家庭生活品质也将不断提升，消费者对家具产品已不仅要求其满足基本的使用功能，而且更加关注产品的功能性和品质，对家具产品的需求已从原先的满足型消费向享受型消费转变。

**功能沙发产品性能更强。**相比传统沙发，功能沙发在舒适性和功能性上具有显著的优势。其内置的电机能够根据用户不同的身姿调节形态，更好地适应用户在吃饭、睡觉、看电视、玩游戏等不同场景下的需求；附带的脚垫、腿垫、扶手、杯托槽口以及智能锁等功能也使其能够更好地满足老年人和儿童的需求，覆盖消费者群体更广泛。

表 4：功能沙发功能

功能	内容	
智能调节	靠背、头靠角度	根据坐、躺、睡的不同需求手动或自动调节靠背和头靠角度，贴合人体工学
	沙发角度	无需搬动，360 度自由调节沙发角度
	整体摇动	实现前后 30 度安全摇动
	支撑脚踏	脚踏可折叠，节省空间，增加舒适度
智能体验	照明、USB 充电、一键操控、无线储电、儿童安全锁、储物	

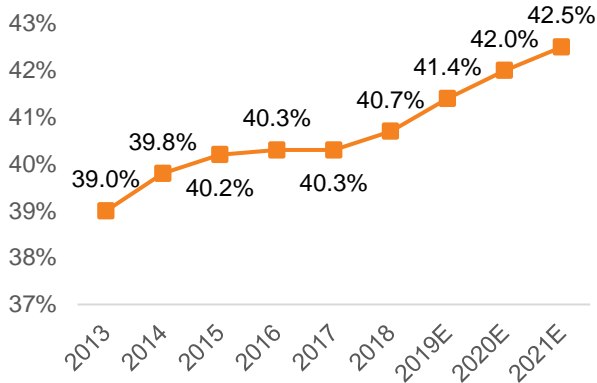


资料来源：天猫芝华士、乐至宝、顾家旗舰店、天风证券研究所

### 2.3.1. 功能沙发行业渗透率逐步提升，国内市场仍处于高增长阶段

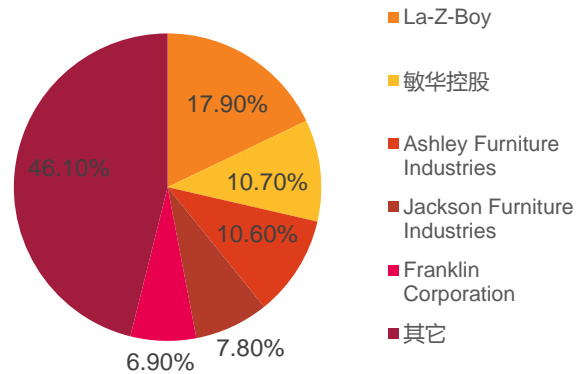
**功能沙发市场渗透率逐年提升，欧美发达国家市场较为成熟。**根据欧睿国际数据，2018年美国功能沙发市场渗透率达40.7%，较2017年提升0.4pct，近年来逐年提升，预计2021年美国市场渗透率将提升至42.5%，市场规模进一步扩大。2018年美国功能沙发生产商CR5达53.9%，行业集中度较高，龙头公司优势明显。其中敏华控股市场份额为10.7%，为美国第二大功能沙发生产商。

图 22：美国功能沙发市场渗透率逐年提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

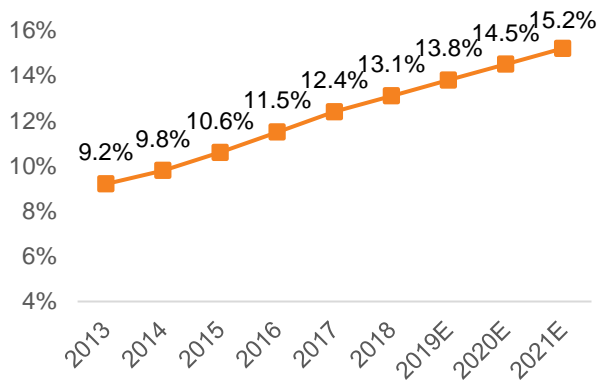
图 23：美国功能沙发生产商 CR5 达 53.9%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

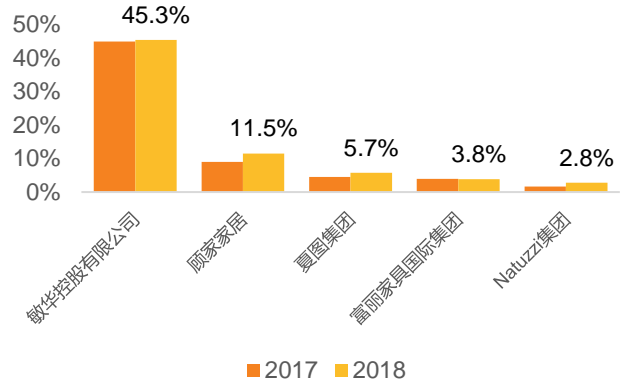
**中国市场仍处于低渗透、高增长的红利期，发展潜力较大。**2018年中国功能沙发市场渗透率仅为13.1%，较美国市场渗透率还有一定差距，但市场呈现逐步扩大态势，目前仍处于高增长的红利期，预计2021年中国功能沙发市场渗透率将提升至15.2%。中国市场行业集中度较高，2018年CR5为69.1%，高于美国市场，由于行业发展初期，龙头企业卡位优势明显。其中仅敏华控股就占据了45.3%的市场份额，竞争优势明显。在全球功能沙发的供给上，中国厂商也占据龙头地位，2018年敏华控股全球功能沙发销量为103万套，位居行业第一。

图 24：中国功能沙发市场渗透率逐步提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 25：中国功能沙发市场 CR5 达 69.1%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### 2.3.2. 龙头公司积极丰富产品结构，加大宣传力度

**龙头企业产品结构丰富，加大宣传力度。**针对功能沙发行业早期所面临的产品认知度低、体型较大、价格高昂的状况，厂商也在不断做出改进，一方面积极创新，丰富产品种类，扩展价格区间；另一方面加大宣传力度，拓宽销售渠道。

**从产品结构分析，**厂商在材质和规格两方面做出创新，在真皮功能沙发的基础上推出布艺

沙发以满足年轻消费群体对时尚的偏好，在“3+1”座功能沙发的基础上推出简约版和单椅沙发以适应小户型住房，同时将功能沙发的价格区间拉大到两千元至万元以上，为消费者提供更多选择。

从营销分析，厂商采取线上线下结合的方式宣传产品，提升品牌价值，龙头品牌多年的线下门店拓展和线上新媒体传播已经在消费者中形成了知名度。一方面，在线下，敏华控股、乐至宝（LAZBOY）等厂商纷纷亮相各类家居展会，展示新款功能沙发产品，同时持续扩张门店，提升三四线城市消费者的产品认知度。19年上半年，敏华控股店铺净增99间，顾家家居进驻82个空白城市。另一方面，在线上，功能沙发品牌积极利用天猫、京东、唯品会等电商渠道和新媒体平台，提升营销精准度，推动品牌新零售全面升级。

图 26：3+1 坐功能沙发



资料来源：天猫芝华士旗舰店，天风证券研究所

图 27：单人沙发椅



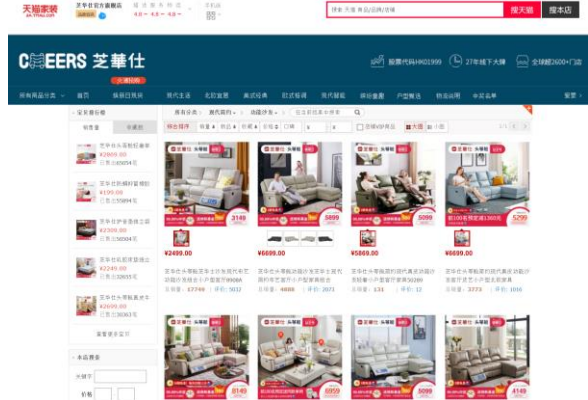
资料来源：天猫芝华士旗舰店，天风证券研究所

图 28：乐至宝第 34 届深圳国际家具展



资料来源：乐至宝官网，天风证券研究所

图 29：线上销售



资料来源：天猫芝华士旗舰店，天风证券研究所

从生产成本角度来讲，以敏华控股为例，公司已具备铁架、电机、弹簧、海绵等零部件的自主生产能力，同时在国内、越南、欧洲多地建有生产工厂，分别为不同市场供货，整体产能较高，生产规模效应明显，原材料和零部件生产本地化也降低了运输成本，有利于产品品质的把控和生产效率的提升。在贸易战的冲击下，中小企业迫于盈利压力不得不退出市场或压缩生产规模，而龙头企业能够以更低的成本维持盈利。

智能电动床目前处于功能沙发初期发展阶段。智能电动床市场目前与功能沙发初期发展阶段类似，产品认知度低、价格高企、产品结构不够丰富、消费习惯处于市场教育阶段。但其产品性能与功能沙发类似，智能床在舒适性和功能性上具有显著的优势，能够提供多场景体验，还具备健康监测功能。未来随着消费质量需求提升及对健康关注的增加，行业内厂商调整产品价格，丰富产品结构与功能，加大产品宣传，智能电动床行业有望迎来快速发展期。行业内领先企业有望利用规模优势、技术创新等先发优势，稳固竞争格局。

### 3. 竞争格局：大厂逐步布局，竞争环境较宽松

#### 3.1. 海外市场：智能电动床为龙头厂商的非核心品类

智能电动床率先出现在欧美市场，目前美国市场智能电动床的主要制造商包括礼恩派（Leggett & Platt）与幻知曲（Reverie）两家。

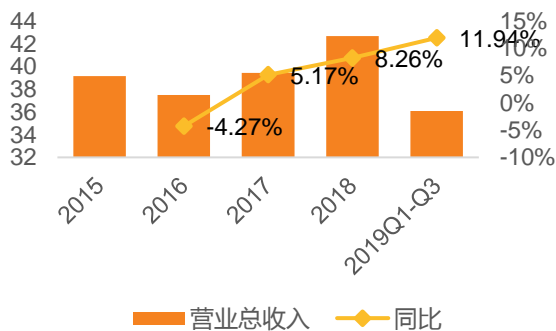
##### 3.1.1. 礼恩派

礼恩派 Leggett&Platt 是一家大型的产品和业务多元化的集团公司,拥有产品研发、设计、生产能力和零售渠道,产业链齐全。礼恩派成立于 1883 年,1971 年在纳斯达克上市,1979 年在纽约证券交易所上市,1999 年被纳入标准普尔 500 指数成分股,2000 年入围《财富》杂志美国 500 强企业。

目前,礼恩派在全球 18 个国家和地区拥有 145 家制造工厂、23,000 多名员工,一共有 15 个业务单元。礼恩派核心业务主要通过以下四个部分实现: 1) 住宅产品部: 提供大量的住宅家居产品及组件,包括床垫弹簧、地毯垫以及床架机械组件和防腐蚀产品; 2) 家具产品部: 提供丰富的家用及办公家具产品,包括可调节床架、装饰性床头板和踏板、床架、床上用品附件、座椅倾角调节器、枕木、升降机、座椅部件、家具底座、弯曲胶合板和办公家具制造商用部件; 3) 工业产品部: 提供多种冷拉钢产品,包括不同型号的钢丝、异形线和包被线等多种产品; 4) 特殊产品部: 提供多种特殊产品,包括汽车座椅支撑架构和舒适系统以及航天行业的钢管产品。

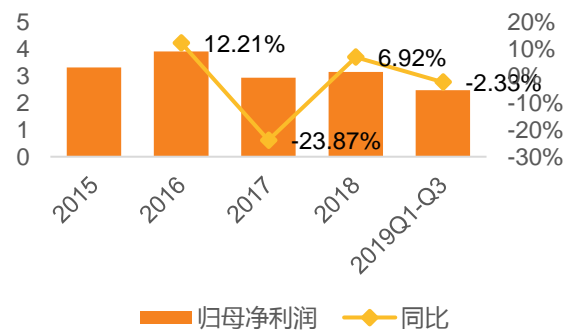
从礼恩派的业绩表现来看,2009 年以来收入整体呈现上涨态势,净利润波动较大。2018 年公司实现营业收入 42.7 亿美元,同比增长 8.26%,实现归母净利润 3.14 亿美元,同比增长 6.92%。

图 30: 礼恩派 2018 年实现营业收入 42.7 亿美元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

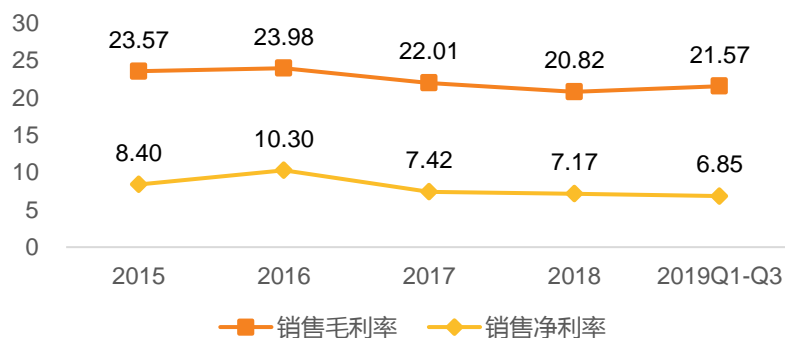
图 31: 礼恩派 2018 年实现归母净利润 3.14 亿美元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

销售毛利率回升,净利率仍有下降趋势。2016 年公司销售毛利率和净利率分别高达 23.98%、10.30%,之后逐渐下降,2018 年毛利率和净利率分别为 20.82%和 7.17%。2019 年前三季度销售净利率持续降低,但毛利率有所回升。

图 32: 2019 年前三季度礼恩派毛利率回升 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

智能床产品在礼恩派的家具产品部下的消费者产品组。家具产品部位公司四大业务部门之一，可调节床产品即智能电动床属于家具产品部下的消费者产品组，同等平行的组还有其他7个组，从产品布局来看，智能电动床不属于礼恩派的核心品类。

2019年前三季度家具产品销售额同比增速下降了8.3%，主要是由于礼恩派正在退出时尚床市场并且减少了家用家具的销售，但这种下降也被智能电动床和办公家具销量的增长部分抵消。

表 5：各部分产品销售额对比（单位：百万美元）

	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比增速
住宅产品	1296.1	1785.1	37.70%
工业产品	496.3	468.4	-5.60%
家具产品	877.2	804.8	-8.30%
专用产品	798.8	799.6	0.10%
总销售额	3468.4	3857.9	11.20%

资料来源：礼恩派官网，天风证券研究所

消费产品组占比逐渐提升。近三年礼恩派针对不同产品线作出了一定的调整，公司在2018年1月收购了液压缸制造商，两个商用车产品业务分别于2016年和2017年对外出售。消费产品组的主要产品是智能电动床，对比近三年不同产品线销售额占总销售额的份额可以看出，消费产品组所占份额逐渐增加，呈明显上升趋势。

表 4：各产品线所占份额对比

产品线	2016	2017	2018
床上用品组	22%	21%	21%
汽车组	19%	20%	19%
纺织和地板产品组	18%	18%	17%
办公家具组	7%	7%	7%
消费产品组	8%	10%	11%
家用家具组	11%	10%	9%
电线组	8%	7%	9%
航空航天产品组	3%	4%	4%
液压缸组	—	—	2%
机械组	2%	2%	1%
商用车产品组	2%	1%	—

资料来源：礼恩派官网，天风证券研究所

表 6：礼恩派各种智能电动床型号

款型	Premium Models	Performance Models
	Pridigy 2.0	S-Cape 2.0 Furniture Style
	Pridigy 2.0+	S-Cape 2.0+, S-Cape 2.0 Foundation Style
	Pridigy Comfort Elite	Simplicity 3.0
		Falcon 2.0
		Raven
		Pro-Motion 2.0
		Bas-X 2.0
		Sunrise

资料来源：礼恩派官网，天风证券研究所

### 3.1.2. 幻知曲

幻知曲（Reverie）源自DSC（Dahsheng Chemical Ltd. 大升化工集团），2000年在美国纽



约正式成立 Reverie 高级乳胶睡眠品牌。2002 年, Reverie 研发出第一代电动床, 采用德国进口机电、美式平板设计、坚固耐用、不易变型、可当一般床架使用, 填补了市场上排骨架电动床的缺点。2007 年, 幻知曲研发出第二代电动床, 在结构上运用轻型钢, 比第一代产品更轻, 加入滑轮设计使用更方便, 在功能上选择前升后降、分段调节、分三区段按摩等。2013 年, 幻知曲在美国纽约州扩建 12 万平方英尺的工厂, 并且有 5 万平方英尺的区域用于投入定制化可调节床的生产。

目前, 幻知曲主要面向美国、中国大陆、中国台湾市场, 生产的产品包括睡眠系统 (智能电动床+乳胶床垫)、智能电动床、乳胶床垫、乳胶枕以及床单等, **睡眠系统是幻知曲的核心产品。**

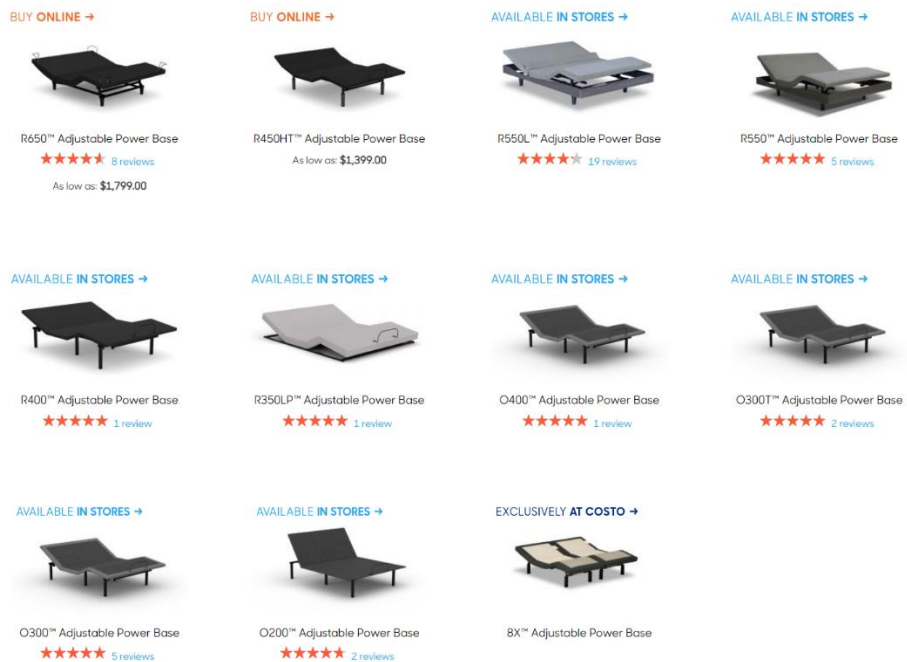
图 33: 幻知曲睡眠系统



资料来源: 幻知曲官网, 天风证券研究所

幻知曲生产的智能电动床外观美观、结实, 结构与布局合理, 产品性能不断优化, 目前已有多种型号面市, 适用于各类客户的需要。

图 34: 幻知曲智能电动床



资料来源: 幻知曲官网, 天风证券研究所

幻知曲直接面向终端市场销售, 旗下的核心产品仍然为乳胶系睡眠产品, 该类产品与舒达席梦思、泰普尔丝涟等床垫巨头有直接竞争关系, 因此在渠道方面, 不会走床垫商的间接销售渠道。

### 3.2. 国内市场：主营电动床品类企业规模较小，大型软体家具企业推进布局

从国内厂商参与情况来看，可以分为两类，一类是主营产品品类为电动床的厂商，该类企业整体规模较小，龙头公司为麒盛科技。另一类为品类丰富、销售规模较大的软体家具企业，在原有品类基础上进行品类延伸，进入电动床领域。

#### 3.2.1. 主营产品为电动床的厂商

基于中商产业研究院披露的数据，2017 年国内智能床品牌排名前五名分别为麒盛科技、路福中国、全美思、深圳美亚以及古洛奇。除麒盛科技外，其余四家均为非上市企业，从收入体量来看，均明显低于麒盛科技的销售体量。

表 7：2017 年国内智能床品牌排行前五名

序号	企业	主营产品	收入规模	销售模式	产品特点	产地
1	麒盛科技	电动床、床垫	13.88 亿元(内销 0.78 亿元)	出口：OEM/ODM/电商 内销：直营/经销/电商	自动感知能力与人体工程学	嘉兴
2	路福中国	智能床	2-3 亿元	经销模式	细致及人性化设计、人体工程学	深圳
3	全美思	电动床、床垫	0.3-0.5 亿元	不详	不详	嘉兴
4	美亚	智能床、乳胶床垫	0.98 亿元	经销模式	天然材质及手工制作	深圳
5	古洛奇	智能床垫	0.2 亿元	与销售团队合作	个性化定制	绍兴

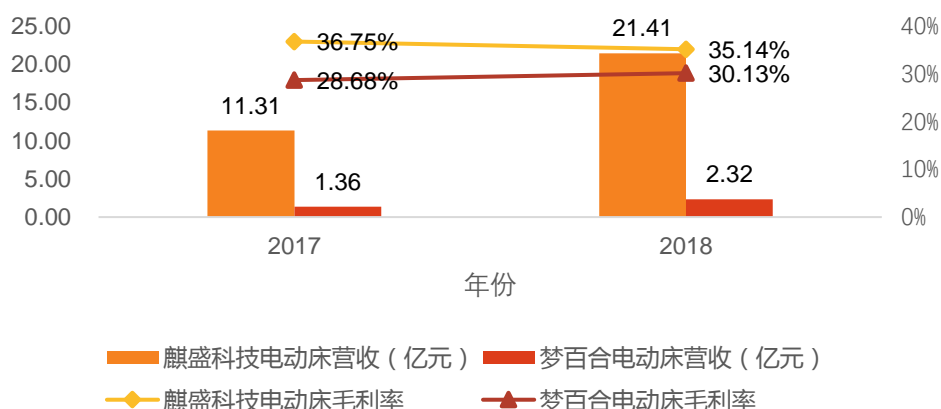
资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

#### 3.2.2. 软体家居企业扩展品类

另一类为品类丰富、销售规模较大的软体家具企业，在销售规模、资金方面具有优势。

上市企业中，梦百合积极布局零压功能床、零压功能椅等智能家居产品。公司于 2018 年 11 月发行可转债募集资金 5.1 亿元，其中 1.6 亿元（总投资额为 1.94 亿元）投资于功能家具研发及产业化项目中，项目建成后将新增零压功能床年产能 40 万张以及零压功能椅年产能 15 万张。公司 2017 年开始布局电动床行业，2018 年电动床产品实现营收 2.3 亿元，同比增长 70.05%，占总营收的 7.61%，目前规模还较小。公司披露 2017-2019 年电动床销量分别为 8 万张、15 万张、30+万张。

图 35：梦百合 2018 年电动床实现营收 2.3 亿元



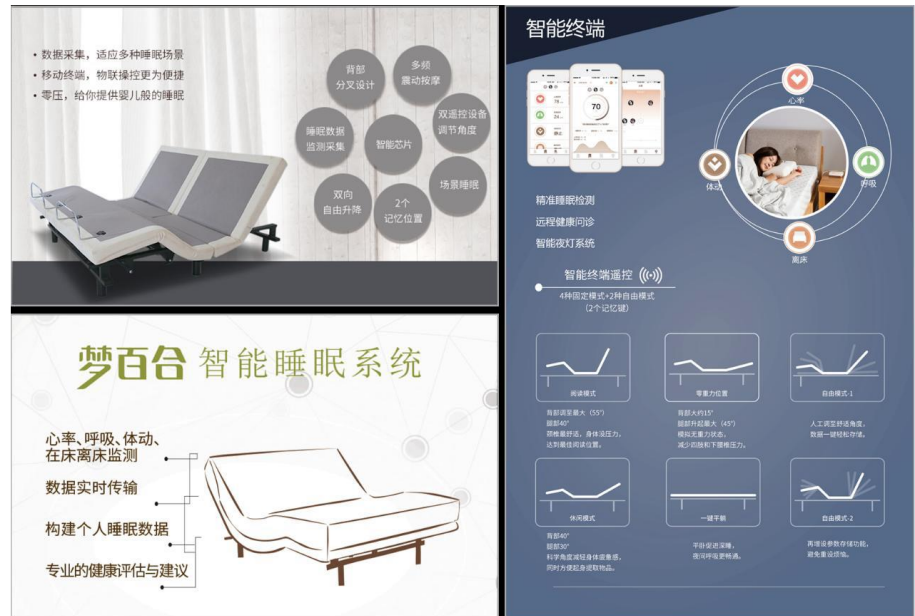
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司第一代零压功能床针对阅读、办公、娱乐、睡眠等多种场景预设不同模式，给人们舒适、健康的休闲体验，同时与智能床垫相结合，将智能科技与零压睡眠融为一体。该项目将在第一代零压功能床的基础上，重点针对场景睡眠、睡眠数据监测、婴儿睡眠、睡眠保健、远程操作等功能进行进一步研发，满足客户对睡眠产品功能化、智能化的进一步要求。



公司第一代零压功能椅依靠机械设计来实现大范围大角度升降功能，保护消费者腰椎健康，同时包含按摩功能以及蓝牙通讯板块。公司计划通过该项目对引发脊柱疾病的各项数据进行分析，增加零压功能椅的应用场景模式，实现产品功能与用户需求——对接。

图 36：梦百合智能睡眠系统



资料来源：公司公告，天风证券研究所

床垫龙头企业慕思寝具也布局智能床及智能椅产品，慕思的核心产品依然为其床垫产品，预计智能床、智能椅品类目前仍处于较小规模。

图 37：慕思按摩椅产品



资料来源：慕思官网，天风证券研究所

图 38：慕思电动床产品



资料来源：慕思官网，天风证券研究所

从市场竞争格局来看，国外龙头厂商的核心品类并非智能床产品，国内专业型厂商中麒盛科技一枝独秀，大型软体综合类厂商智能床推进布局中。随着大型专业型厂商、软体综合类厂商对智能床品类的布局，国内智能床市场的渗透率有望持续提升。

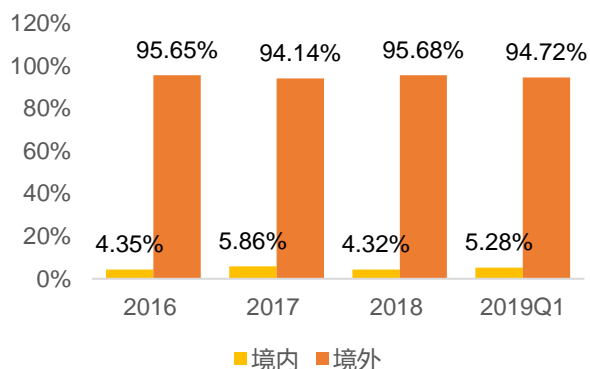
## 4. 智能电动床行业先行者，稳扎稳打开拓布局

### 4.1. ODM+自有品牌，销售模式多线展开

#### 4.1.1. 销售区域以外销为主，经营模式以 ODM 为主

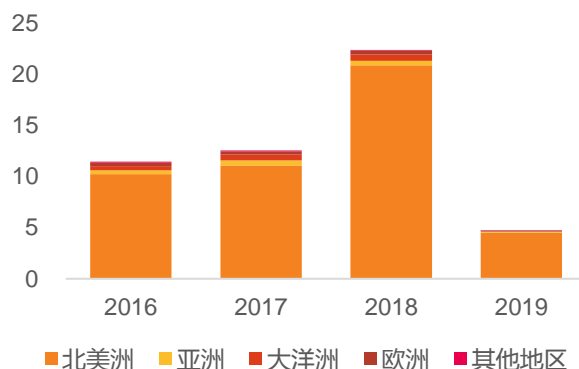
公司以外销为主，内销为辅。公司境外主营业务收入占比始终在 94%以上，北美洲是公司的主要销售地区，2019Q1 公司北美洲地区销售占外销收入比例为 94.27%。其中，北美洲主要为美国市场。

图 39：公司主营收入区域占比



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

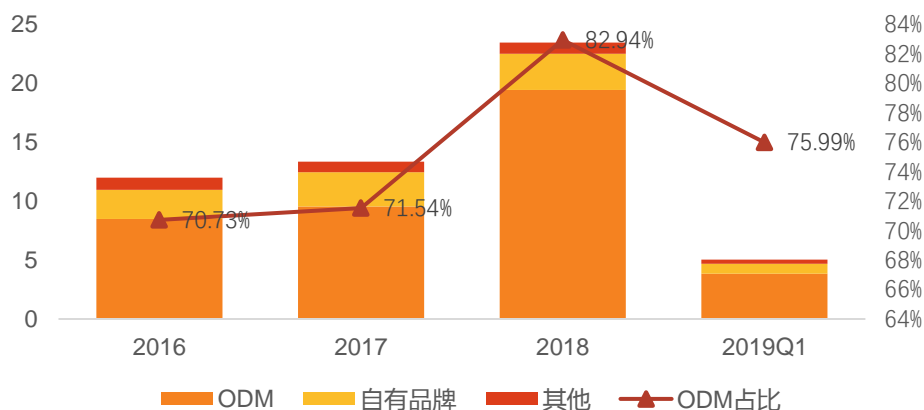
图 40：外销收入主要集中在美国市场（亿元）



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

公司经营模式主要包括 ODM 和自有品牌两种，以 ODM 为主。公司 ODM 模式主营占比保持在 70%以上，目前境外销售主要采用 ODM 模式，向床垫品牌商提供自主设计的样品并批量生产。公司通过自主设计制造产品并以自有品牌销售占比较低，2019Q1 主营占比为 16.83%，主要在境内销售。

图 41：公司经营模式以 ODM 为主（营收：亿元）



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

表 8：公司持有的自有品牌情况

序号	公司名称	所属区域	自有品牌名称
1	麒盛科技	中国	麒盛科技 (KEESON) 舒福德 (softide)
2	维斯科	中国	雷莱克斯
3	索菲莉尔	中国	索菲莉尔 (D-Superieur)
4	奥格莫森美国	美国	ERGOMOTION
5	奥格莫森欧洲	立陶宛	ERGOMOTION Sleep Science Blissful Nights
6	南部湾国际	美国	ANANDA Sleep Zone LULAABED
7	舒福德智能	中国	舒福德智能床 (softide)
8	麒悦科技	中国	爱·放心

资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

#### 4.1.2. 境外：“床垫厂商合作+零售商合作+网络销售”

公司境外市场销售形成床垫厂商合作+零售商合作+网络销售三种模式，主要客户为床垫厂商和零售商。公司境外销售以床垫厂商合作模式为主，与舒达席梦思（SSB）、泰普尔丝涟（TSI）等知名床垫品牌商的合作持续深入和扩大，床垫厂商合作模式的收入占比保持在80%左右；其次为网络销售模式，主要通过好市多（COSTCO）网络平台销售，近几年占比在13%左右。

表 3：境外不同销售模式下收入及占比情况（单位：亿元）

外销模式	2016		2017		2018		2019Q1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
床垫厂商合作模式	8.99	78.38%	9.95	79.21%	19.84	88.49%	3.85	80.72%
零售商合作模式	0.69	6.01%	0.77	6.15%	0.83	3.70%	0.23	4.85%
网络销售模式	1.56	13.62%	1.58	12.56%	1.41	6.30%	0.60	12.52%
其他	0.23	1.99%	0.26	2.08%	0.34	1.51%	0.09	1.91%
总计	11.47	100.00%	12.56	100.00%	22.42	100.00%	4.77	100.00%

资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

#### 4.1.3. 境内：“直营+经销商”

公司境内采取经销商销售、互联网销售和直营店销售相结合的销售模式，以经销商为主要渠道，辅以自营体验店，并多渠道并进。公司的境内销售主要依托子公司索菲莉尔进行运营，产品的主要品牌为“索菲莉尔”。截至2019年8月31日，公司已拥有109家经销商，136个经销商专卖店或专柜，覆盖了全国24省（自治区、直辖市）的大多数核心城市。截至2019年3月31日，公司共设立13家直营店或专柜。在建立线下渠道的同时，公司致力于天猫、京东等线上渠道，初见成效。

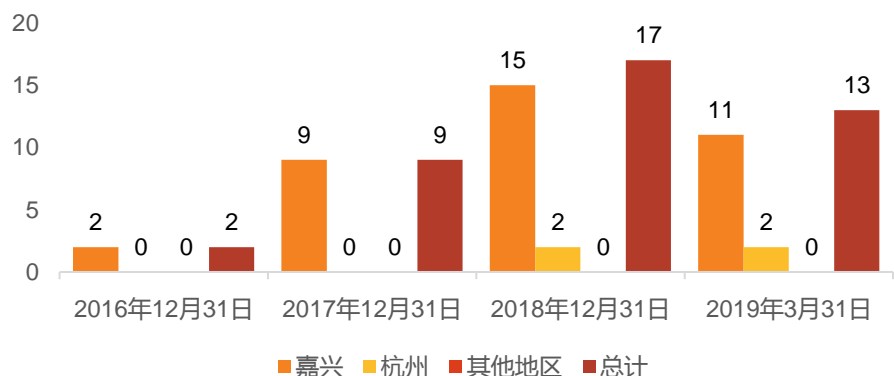
表 9：境内不同销售模式下收入及占比情况（单位：亿元）

内销模式	2016		2017		2018		2019Q1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内直营模式	0.01	2.43%	0.04	5.26%	0.13	12.80%	0.03	10.92%
境内其他销售模式	0.39	73.89%	0.40	51.25%	0.59	58.31%	0.18	68.11%
经销	0.12	23.68%	0.34	43.48%	0.29	28.89%	0.06	20.97%
总计	0.52	100.00%	0.78	100.00%	1.01	100.00%	0.27	100.00%

资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

公司直营店及专柜主要分布在浙江省内。期初公司的直营店及专柜主要位于公司所在地浙江省嘉兴市，且数量较少。2017年以来，为大力发展国内市场，进一步提升公司在国内市场的品牌知名度，提高国内市场的占有率，公司逐渐在嘉兴和杭州地区流量较大的商圈或家具卖场开设直营店及专柜。

图 6：麒盛科技直营店及专柜分布情况



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

## 4.2. 与龙头床垫厂商建立长期合作关系，不断拓展新客户

### 4.2.1. 客户集中度较高，建立长期稳定合作

公司主要客户为席梦思(SSB)、泰普尔丝涟(TSI)，好市多(COSTCO)。智能电动床行业的下游主要通过大型床垫生产商、零售商、经销商以及直营店等渠道将产品销售给终端消费者。目前，麒盛科技作为智能电动床龙头公司，直接为美国床垫市场占有率前两位的舒达席梦思(SSB)、泰普尔丝涟(TSI)提供智能电动床产品；此外，公司在好市多(COSTCO)的网上商店直接销售自有品牌智能电动床及床垫等产品。

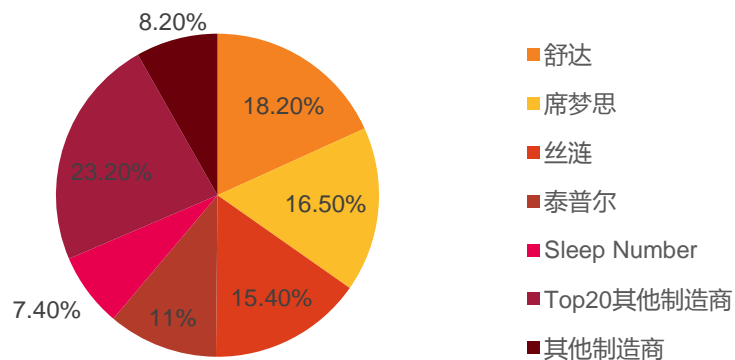
表 10：主要客户信息

客户名称	建立合作时间	客户基本情况
舒达席梦思(SSB)	2010 年	美国最大的床垫集团之一，由舒达 ( Serta )、席梦思 ( Simmons Bedding ) 两个品牌合并组成，2017 年占据美国床垫市场份额 41.10%。
泰普尔丝涟(TSI)	2009 年	美国最大的床垫集团之一，由泰普尔 ( Tempur ) 收购丝涟 ( Sealy ) 后组成，2017 年占据美国床垫市场份额 32.47%。泰普尔丝涟 ( TSI ) 系纽约证券交易所上市公司 ( TPX.N )，2018 年营业收入为 27.03 亿美元。
好市多(COSTCO)	2008 年	全球第一家会员制的仓储批发卖场，也是全世界销售量最大的连锁会员制的仓储批发卖场。

资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

公司合作厂商行业竞争优势显著。在北美市场，舒达席梦思 ( SSB )、泰普尔丝涟 ( TSI ) 是两大床垫巨头，2017 年两家公司的市场占有率合计超过 70%，基本呈现双寡头的竞争格局。在 2018 年全美床垫市场中，舒达的出货量占整个市场的 18.2%，席梦思占比 16.5%，其次是丝涟 15.4%，泰普尔 11%，TOP20 中其他品牌的总计占比为 23.2%。

图 42：2018 美国床垫制造商出货量市场份额占比



资料来源：Furniture Today，天风证券研究所

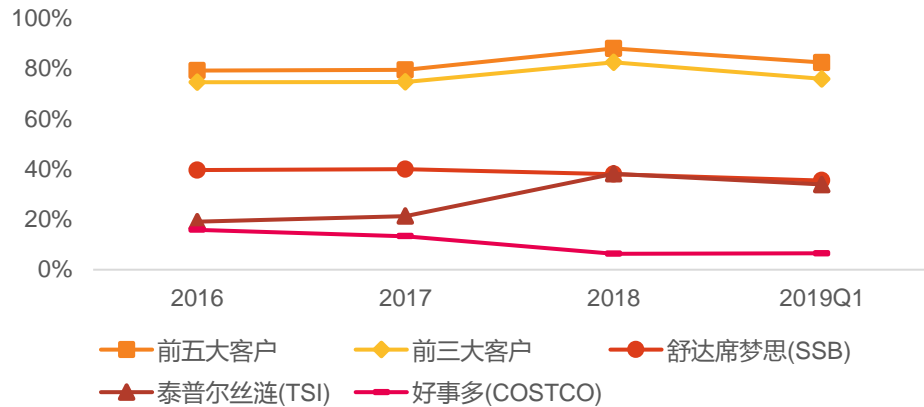
表 11：2018 年美国床垫制造商 5 出货量 ( 亿美元 )

排名	公司名	美国本土市场出货量	同比增长率
1	舒达	15.06	-9.4%
2	席梦思	13.66	-16.7%
3	丝涟	12.76	-6%
4	泰普尔	9.12	5.9%
5	Sleep Number	6.16	4.1%

资料来源：Furniture Today,天风证券研究所

公司前五大客户营业收入占比持续维持高位。2019Q1 公司前五大客户营业收入占总营业收入为 82.46%，2016 年以来持续维持高位。其中前三大客户舒达席梦思(SSB)、泰普尔丝涟(TSI)和好市多(COSTCO)，近几年总营业收入占比都在 70%以上，下游企业集中度较高。

图 43: 公司前五大客户营业收入维持高位



资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

**核心客户合作关系稳固。**公司前五大客户集中度虽然较高,但与下游企业合作关系较为稳固,与主要客户合作时间均在 10 年左右。近几年来公司向主要客户销售的产品型号不断丰富,对舒达席梦思(SSB)、泰普尔丝涟(TSI)的销售数量及收入也逐步增加。其中,公司对泰普尔丝涟(TSI)的合作范围处于不断扩大的过程,即从日本扩大至新加坡、加拿大,再到美国市场;从单一品牌拓展至多个品牌,合作不断深入。同时与客户合同期限以长期为主。

(1) 2015 年、2018 年,公司与舒达席梦思(SSB)分别签订了为期 3 年和 5 年的销售合同,合同期限呈增长趋势。2010 年公司与舒达席梦思(SSB)开始展开合作,并逐步成为其最大的智能电动床供应商。公司销售给舒达席梦思所有产品和大部分产品的包装纸箱、说明书、质保卡、安装指导上均同时标有奥格莫森(公司子公司)和舒达席梦思(SSB)商标或 logo。

(2) 2015 年、2018 年,公司与泰普尔丝涟(TSI)分别签订了为期 3 年的销售合同。2016 年 1 月,公司新增与泰普尔丝涟(TSI)旗下品牌丝涟在美国市场的合作(之前双方合作仅限于美国以外的市场),2018 年,公司与其旗下品牌泰普尔在美国市场展开广泛合作,对 Tempur-Pedic North America, LLC 的销售成为新的增长点,公司现为泰普尔丝涟(TSI)最大的智能电动床供应商。

表 12: 在前两大客户智能电动床采购中产品的数量、金额及占比情况(单位:万张,亿元)

年份	客户名称	采购数量	采购金额	占客户采购同类产品比重
2016	舒达席梦思(SSB)	16.18	4.98	96.00%
	泰普尔丝涟(TSI)	16.32	2.36	19.00%
2017	舒达席梦思(SSB)	28.14	5.49	98.00%
	泰普尔丝涟(TSI)	19.93	2.96	30.00%
2018	舒达席梦思(SSB)	48.53	9.02	100.00%
	泰普尔丝涟(TSI)	48.64	9.01	88.00%
2019Q1	舒达席梦思(SSB)	9.29	1.82	80.00%
	泰普尔丝涟(TSI)	10.57	1.72	100.00%

资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所



图 44: 印有“Ergomotion” logo 的产品

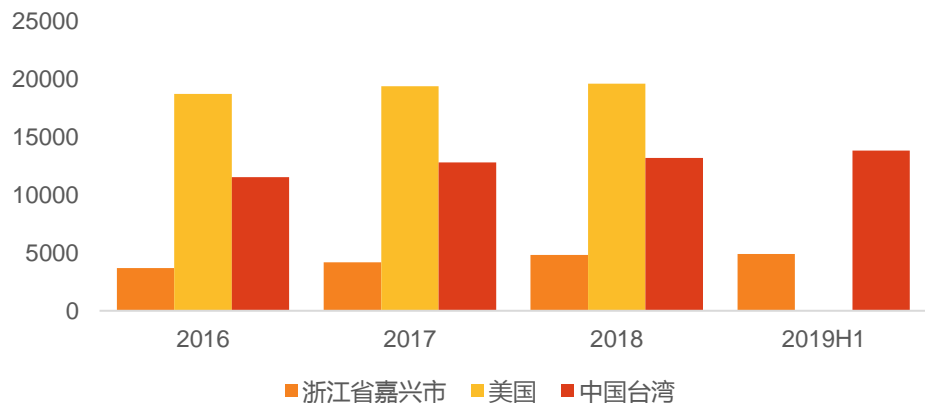


资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

**公司人工成本优势明显。**舒达席梦思 (SSB) 和泰普尔丝涟 (TSI) 关于智能电动床的其他主要供应商为 Ascion, LLC、Rogers Foam Corporation (美国)、Oddello Industries LLC (美国)、力鞞股份有限公司 (Optima Healthcare Inc.)、PPJ, LLC (美国) 等。其他供应商主要分布在美国和我国台湾地区, 其生产成本大幅高于麒盛科技产品, 麒盛科技在价格方面更具有优势, 有利于达成合作。

麒盛科技所在的浙江省嘉兴市生产工人的月平均工资基本维持在 5000 元以下, 与其他供应商所在的美国及我国台湾地区的情况相比处于较低的水平。美国家具制造工人月薪工资在 18000-20000 元之间, 较嘉兴市高出 300-400%, 我国台湾地区家具制造工人月薪工资在 11000-14000 元之间, 较嘉兴市高出 170-210%。

图 45: 公司人工成本优势明显 (元)



资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

**传导成本至下游能力强。**美国为公司最主要的产品出口国, 2018 年中美两国贸易摩擦升级, 美国逐步对中国出口至美国的商品征收额外关税, 对此公司通过价格调整方案将部分关税传导给了下游客户, 有效地降低了贸易摩擦给公司带来的损失, 显示公司传导成本至下游能力强。公司在智能电动床领域具有产能、设计与研发、售后服务、产品成本等多方面优势, 公司的主要客户寻找其他可替代供应商的可能性较低; 自价格调整以来, 公司收到的美国客户订单数量未出现重大不利变化, 2019 年 6 月至 8 月 18 日公司收到美国客户订单 24.06 万张, 较去年同期增长 18.85%, 公司与主要客户之间具有稳定性和可持续性。



表 13: 公司与主要客户就价格调整方案协商关税承担方式

客户名称	额外关税税率 10%	价格调整方案	额外关税税率 25%	通过价格调整双方承担关税税率
舒达席梦思 (SSB)	FOB 模式: 公司的销售价格不变, 客户承担关税, 税率 10%	销售价格下降 6%	公司的销售价格降低, 客户承担关税, 税率为 25%	公司: 约 7.5% 客户: 约 17.5%
	VMI 模式: 公司的销售价格不变, 公司清关时按照对应的内部采购价格承担关税, 税率 10%	销售价格提高约 5%	公司的销售价格提高, 公司清关时按照对应的内部采购价格 (约降 5%) 承担关税, 税率为 25%	公司: 约 17.5% 客户: 约 7.5%
泰普尔丝涟 (TSI)	公司的销售价格不变, 客户承担关税, 税率 10%	销售价格下降 6%	公司的销售价格降低, 客户承担关税, 税率为 25%	公司: 约 7.5% 客户: 约 17.5%
好市多(COSTCO)	公司的销售价格不变, 公司清关时按照对应的内部采购价格承担关税, 税率 10%	现有产品型号销售价格不变, 之后推出新产品替代现有型号, 新产品通过提高定价抵销额外征收的关税所带来的影响	公司的销售价格不变, 公司清关时按照对应的内部采购价格 (内部价格约降 5%) 承担关税, 税率为 25%	公司: 25%

资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

表 14: 加征关税后公司美国市场销量情况 (万张)

项目	2019 年	2018 年	变动幅度
6 月份收到的订单数量	9.3	10.52	-11.64%
7 月份收到的订单数量	11.62	5.59	107.76%
8 月 1 日-8 月 18 日收到的订单数量	3.14	4.13	-23.97%
小计	24.06	20.24	18.86%

资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

#### 4.2.2. 不断开拓新客户, 全球多地区布局寻求增量

**不断开拓新客户。**公司除继续与主要客户舒达席梦思 (SSB)、泰普尔丝涟 (TSI) 和好市多深化合作外, 不断寻找新客户合作机会。自 2016 年起, 北美地区陆续有 Klaussner Furniture Industries Inc、Klaussner Furniture Industries Inc 等五家公司成为公司新增客户。

表 15: 麒盛科技新增客户情况

客户名称	进入年份	营收 (亿元)	区域
Klaussner Furniture Industries Inc.	2016	1.05 亿 (2018)	北美
Rogers Foam Corporation	2016	0.19 (2017)	北美
Tempur-Pedic North America LLC	2016	0.003 (2016)	北美
Cariloha LLC	2016	0.17 (2018)	北美
QVC Inc.	2019	0.10	北美

资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

公司鉴于美国市场的销售规模发展迅速, 开始将美国市场的主要销售模式推广至其他境外市场, 即公司通过与大型床垫厂商合作, 设计并生产智能电动床供其选择, 借助床垫厂商的渠道优势、品牌知名度, 由床垫厂商将公司的智能电动床与其自产或外购的床垫成套推向市场。2016 -2018 年, 公司在除美国以外的其他境外市场的销售金额年均复合增长率达到 23.66%, 其中加拿大、俄罗斯、韩国市场销售占比较高且增速较快。

**公司除美国外其他境外市场未来开拓前景:**

● **加拿大市场**

根据 CSIL 的数据统计，2017 年加拿大是全球排名第 6 的床垫消费市场。同时加拿大与美国同属北美市场，公司在美国的销售方法和模式更易复制到加拿大。通过加强与泰普尔丝涟（TSI）、舒达席梦思（SSB）、好市多（COSTCO）在加拿大市场的合作，公司在加拿大市场的销售收入增加明显，占美国以外其他境外市场销售的比例从 2016 年的 8.93% 增加至 2019 年 1-6 月的 35.83%，2016 年度-2018 年度的销售金额年均复合增长率为 108.56%。

● **俄罗斯**

公司在俄罗斯市场的销售主要通过 Askona 合作开展。Askona 是俄罗斯最大的床垫生产商，占据俄罗斯床垫市场的 70% 以上，拥有超过 500 个自有门店和销售网点以及数百家经销商。为促进智能电动床销售的增长，公司和 Askona 计划 2019 年全年投入超过 30 万美元用于在俄罗斯进行市场推广。目前推广活动效果良好，2019 年 1-6 月，公司在俄罗斯的销售收入较去年同期增加 940.64 万元，增幅达到 106.53%。

● **韩国**

公司主要通过与 Tempur Korea 合作拓展韩国市场，在韩国市场销售金额从 2016 年的 0.13 亿元增长到 2018 年的 0.23 亿元，年均复合增长率为 32.02%。Tempur Korea 在韩国高端床垫市场占据较大的市场份额，拥有超过 15 家自营门店和数百家经销商，产品主要在大型百货商店销售。2019 年，公司进一步改善韩国市场的售后服务加强客户黏性，并提供新的床型旨在进入中低端市场，寻求新的业务增长点。

● **欧洲其他地区**

欧盟国家市场是公司未来拓展的重要方向之一。公司已与欧洲某大型寝具品公司对接，目前正在为其设计一款定制化智能电动床，该型号预计将于 2019 年底达到批量生产状态，2020 年 3 月前后公司将再向其推出至少两款智能电动床产品。该合作伙伴拥有 10 个工厂，超过 3,000 名员工，并在欧盟拥有超过 1500 家门店。公司计划先在西班牙市场开始合作，后续将拓展至法国市场，并将在西班牙、法国市场的销售经验、模式推广至其他欧洲国家，以点带面打开欧洲市场。

表 16：除美国以外的境外市场的销售情况（单位：亿元）

地区	2016	2017	2018	2019 年 1-6 月	最近三年年均复合增长率
加拿大	0.12	0.34	0.53	0.39	108.56%
俄罗斯	0.21	0.24	0.25	0.18	10.13%
韩国	0.13	0.23	0.23	0.15	32.02%
其他	0.90	1.01	1.07	0.36	9.10%
美国以外境外市场合计	1.36	1.82	2.07	1.09	23.66%

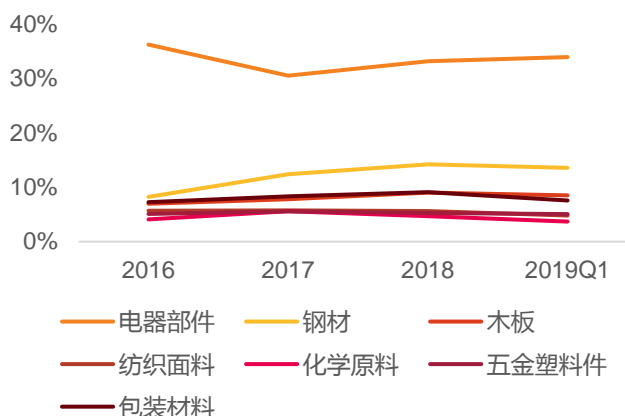
资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

**4.3. 产业链整合能力强，供应商长期稳定**

**麒盛科技对上游企业的依赖性总体较弱。**智能电动床行业的上游产业包括电器部件、钢材、木板、纺织面料、五金件、包装材料等制造行业，其中电器部件主要为线性驱动器、控制盒及遥控器。上游的原材料制造业均属于充分竞争行业，供应商数量众多，原材料供应充分。

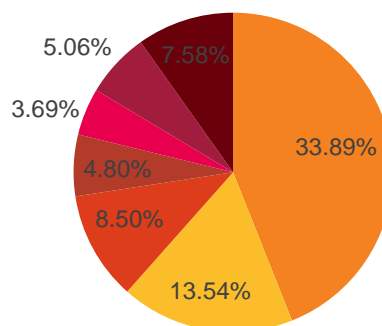
**智能电动床的核心部件主要系电器部件。**麒盛科技主要原材料采购金额中电器部件采购占比最高，2019Q1 为 33.89%，而电器部件主要是线性驱动器。其余占采购总额比例较高的原材料有钢材、木板、包装材料，占比分别为 13.54%、8.50% 和 7.58%。公司各类原材料采购金额占比总体保持稳定，采购单价变动会造成一定幅度内波动。

图 46: 原材料采购金额占采购总额的比例变动情况



资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

图 47: 2019Q1 主要原材料采购金额占采购总额的比例



资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

**供应商长期稳定。**公司前五大传统供应商采购额占比近年来维持在 50%左右, 其中与嘉兴礼海电气科技有限公司、朗爵金属、临沂翰鑫木业有限公司、嘉兴市鑫翰森家具配件有限公司长期保持合作, 公司前几大供应商较为稳定。

表 17: 2019Q1 公司前五大供应商

排名	客户名称	采购额 (万元)	占当期采购总额比重
1	嘉兴礼海电气科技有限公司	9536.34	31.22%
2	朗爵金属	2723.10	8.91%
3	临沂翰鑫木业有限公司	1646.14	5.39%
4	嘉兴市鑫翰森家具配件有限公司	75.60	0.25%
5	上海炎劲金属材料有限公司	974	3.19%
5	临沂翰鑫木业有限公司	941.39	3.08%
合计		15896.57	52.04%

资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

**智能电动床上游电器设备垂直整合。**公司最大供应商是嘉兴礼海电气科技有限公司, 是公司最主要的电器部件供应商, 2016 年-2019Q1, 公司向礼海电气采购占公司同类采购的比例在 90%左右。

礼海电气成立于 2010 年, 主营业务包括线性驱动器、线性驱动器、家具用五金件等。麒盛科技董事长唐国海, 曾通过瑞海机械间接持有礼海电气 10%股权, 并担任礼海电气副董事长、总经理。瑞海机械于 13 年 12 月、14 年 5 月、15 年 9 月, 分别转让 2%、3%、5% 股权, 退出礼海电气。虽目前公司与礼海电气不存在股权关联, 但是合作关系较为紧密, 公司整合产业链能力突出。

表 18: 礼海电气供货占公司同类原材料采购总额的比例 (单位: 亿元)

项目	2016	2017	2018	2019Q1
采购金额	2.26	2.30	3.98	0.95
同类采购占比	87.16%	89.19%	92.58%	92.12%

资料来源: 麒盛科技招股说明书, 天风证券研究所

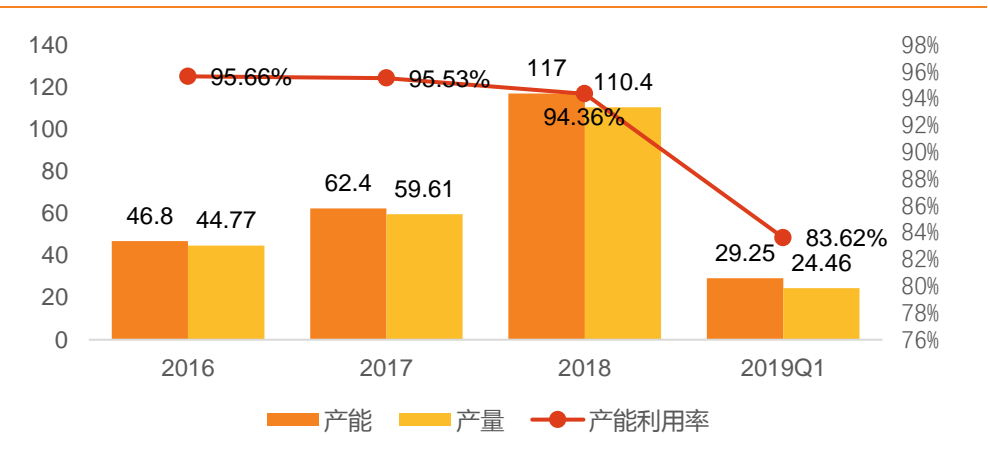
**公司具备领先设计能力, 对上游不存在依赖。**公司在核心部件或技术上不对礼海电气形成依赖, 一方面, 市场上具备多家供应商可采购线性驱动产品; 另一方面, 公司在线性驱动产品及相关配件的开发、设计、品控方面对礼海电气进行引导, 并且对部分主控盒、遥控

器进行研发设计并拥有知识产权。最后，公司拥有一支高级专业人才组成的研发与设计团队，能够迅速对市场动态作出反应，匹配下游客户需求。

#### 4.4. 上市扩张产能，抢先占据市场

麒盛科技产量保持持续增长态势，生产能力较为饱和。2016-2018 年公司为满足客户持续不断的订单需求而持续扩大产能，产能从 46.8 万件增加到 117 件，产量从 44.77 万件增加到 110.4 万件。2016 年开始，公司基本处于满负荷生产状态，16-18 年公司的产能利用率均维持在 95%左右。

图 48：麒盛科技产能、产量、产能利用率情况（单位：万件）



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

**扩张产能是公司扩大规模的必走之路。**目前，公司业务正处于快速成长阶段，新产品和新客户的成功开发使公司经营规模快速增长。现有产能已经不能满足国内外电动床市场的发展需要。产能限制目前已经成为公司业务发展的主要瓶颈。公司 2019 年上市募集资金，扩大生产规模、突破产能瓶颈，重点投资于“年产 400 万张智能床总部项目（一期）”，一期项目预计形成年产 200 万张智能电动床的生产能力，将大幅扩充公司产能。产能扩张一方面利于公司优先抢占市场资源，增强公司核心竞争力，另一方面将有利于公司充分利用规模化生产的优势、强化成本控制能力，提高盈利能力。

**海外布局产能，降低关税影响。**公司拟在越南平阳省投资设立公司，进行智能电动床的组装生产，实现部分智能电动床的海外出货，以消除中美贸易战下 25%的额外关税的影响。目前公司已租赁 15,552 平方米的厂房用于智能电动床的生产，计划总投资 800 万美元。经与美国主要客户的沟通，越南生产基地投产之初将优先安排为舒达席梦思（SSB）、泰普尔丝涟（TSI）、Klaussner 供货，产品包括 3 个系列、6 种型号。

根据公司越南生产基地的初步投资计划，截至 2019 年 12 月末，预计越南生产基地 5 条总装生产全部达产，每天安排白天一班，月产 2.5 万张智能电动床；截至 2020 年 3 月末，预计每天安排日夜两班，月产 5 万张智能电动床。

表 19：越南基地计划年产能（万张/万美元）

产品型号	产量	主营业务收入	主营业务成本	主营业务毛利
SSB ME4-TL	18	3931.88	2715.91	1215.98
SSB ME4-Q	6	1455.56	1035.93	419.63
TSI EASE 3.0-TL	18	3511.73	2517.81	993.91
TSI EASE 3.0-Q	6	1,282.71	945.14	337.57
Klaussner P50-Q	8.4	1,077.29	826.46	250.84
Klaussner P50-K	3.6	677.79	425.26	252.53
合计	60	11936.97	8466.51	3470.47

资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

#### 4.5. 顺低价趋势，走性价比之路

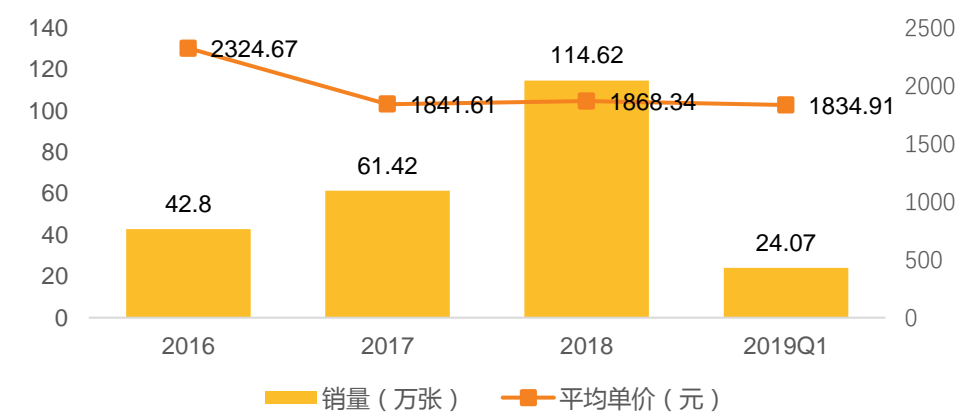
自 2016 年开始，麒盛科技主要产品智能电动床的平均单价呈下降趋势，由 2016 年的 2324.67 元下降到 2019Q1 的 1834.91 元。与此同时，智能电动床的销量不断增加，由 2016 年的 42.8 万张增加到 2018 年的 114.62 万张。

智能电动床产品平均单价整体呈下降趋势的主要原因系：

- **产品单价较低的系列产品销量逐年增加。**价格较低的产品有助于降低消费者消费门槛，有助于提升消费者购买意愿。公司价格较低的产品(40+S 系列、480 系列、441F 系列等产品)销量占比逐步增加，使得智能电动床产品的平均单价整体呈下降趋势。
- **产品单价随下游客户扩大采购规模而适当予以优惠。**公司主营产品智能电动床所处市场处于成长期，下游客户对公司产品需求旺盛，进而对公司的产品扩大了采购规模。公司与主要客户保持了多年稳定且良好的合作关系，对于客户大规模的采购公司从战略合作层面加以考虑，并予以一定的销售折扣。

顺低价自 2016 年开始，公司主要产品智能电动床和床垫的销售单价不断下降，公司在全球各区域电动床售价均有下降趋势。公司一直通过提高规模效率，从而顺应智能电动床低价的大趋势，更好拓展客户范围。

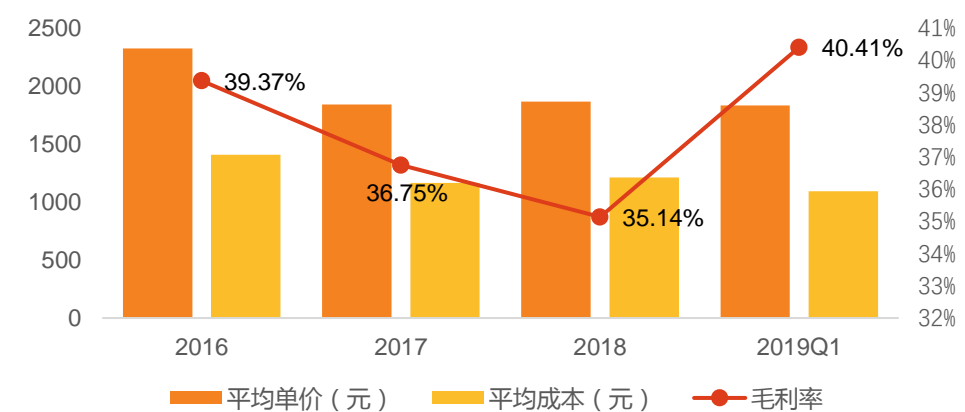
图 49：公司智能电动床平均单价变动情况



资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

**产品结构是智能电动床毛利波动的主要原因。**麒盛科技主要产品智能电动床毛利率呈先下降后上升的趋势，2016 年-2018 年毛利率从 39.37% 下降至 35.14%，之后 2019 年一季度毛利率回升至 40.41%。毛利率下波动主要受产品结构、原材料采购价格的影响。

图 50：公司毛利率变化情况





资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

表 20：智能电动床主要系列产品平均单价变动情况（元）

产品系列	2016				2017			
	平均单价	单位成本	销售占比	毛利率	平均单价	单位成本	销售占比	毛利率
40+S	1400.17	1022.43	26.15%	26.98%	1507.67	1030.55	53.99%	31.65%
330S	3227.97	1754.56	27.90%	45.64%	3091.31	1673.53	8.71%	45.86%
400S	2906.67	1284.29	4.78%	55.82%	2785.72	1196.59	4.71%	57.05%
340S	2810.28	1660.72	4.50%	40.91%	2657.48	1577.03	2.58%	40.66%
480	-	-	-	-	-	-	-	-
460	-	-	-	-	2369.19	2006.21	0.05%	15.32%
441F	-	-	-	-	-	-	-	-

产品系列	2018				2019Q1			
	平均单价	单位成本	销售占比	毛利率	平均单价	单位成本	销售占比	毛利率
40+S	1512.01	1059.75	34.81%	29.91%	1420.56	875.58	24.35%	38.36%
330S	2864.62	1816.59	4.60%	36.59%	2928.57	1637.04	2.47%	44.10%
400S	2791.53	1201.38	2.14%	56.96%	2954.05	1140.61	2.11%	61.39%
340S	2569.67	1656.78	6.42%	35.53%	2461.20	1352.32	1.49%	45.05%
480	1648.23	1169.60	14.10%	29.04%	1698.77	1085.64	19.65%	36.09%
460	2095.61	1221.94	10.31%	41.69%	2057.19	1124.44	10.83%	45.34%
441F	1413.73	830.10	0.01%	41.28%	1571.39	994.07	6.07%	36.74%

资料来源：麒盛科技招股说明书，天风证券研究所

作为家具行业的新产品，智能电动床进入市场时间尚短、销售价格相对昂贵，市场普及程度低。为培育市场、扩大消费群体，行业内领先企业会通过降低产品价格、丰富产品功能等措施刺激智能电动床的销量。在提升产品普及率的过程中，行业利润率可能将呈下降趋势。但未来行业内领先企业可以通过利用规模优势降低生产成本、完善产品档次结构扩大价格覆盖区间、持续技术创新提升产品附加值等手段，将利润率维持在相对较高的水平。

## 4.6. 同业竞争优势明显

### 4.6.1. 致力研发，拥有核心技术

截至 2019 年 8 月 31 日，公司及子公司已拥有的主要专利共 254 项（其中 40 项发明专利）、软件著作权 1 项。浙江省知识产权局、浙江省经济和信息化委员会认定公司为“浙江省专利示范企业”；2016 年 4 月公司，浙江省科学技术厅、浙江省发展和改革委员会、浙江省经济和信息化委员会认定公司的“浙江舒福德电动床研究院”为“省级企业研究院”。2012 年 10 月 31 日公司获得了国家级高新技术企业证书，并分别于 2015 年 9 月 17 日、2018 年 11 月 30 日通过了高新技术企业复审。

表 21：麒盛科技部分专利情况

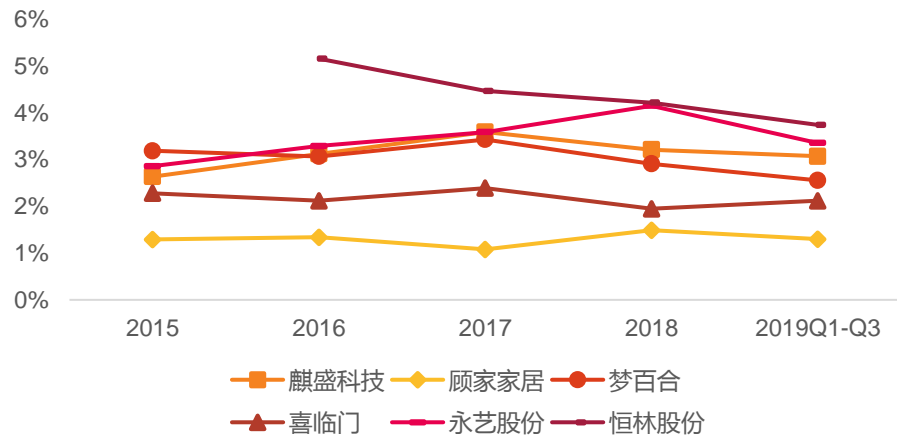
专利名称	专利类型	公开公告号	公开公告日
一种电动床微风设备	发明专利	CN110680110A	2020-01-14
床体	外观设计专利	CN305540925S	2020-01-10
一种自动定位打爪钉系统及自动打爪钉生产线	发明专利	CN110653909A	2020-01-07
一种自动补打爪钉设备	发明专利	CN110640073A	2020-01-03
一种折叠电动床	发明专利	CN110638255A	2020-01-03
一种电动升降床	发明专利	CN110623463A	2019-12-31
一种转盘式自动床脚焊接机	发明专利	CN110605579A	2019-12-24
床体	外观设计专利	CN305430823S	2019-11-12
一种双自由度折叠电动床及其连接件	实用新型专利	CN209610522U	2019-11-12



资料来源: Wind., 天风证券研究所

公司研发费用率位居同业前列。2015 至 2018 年, 麒盛科技研发费用率分别为 2.64%、3.12%、3.59%、3.21%, 2019 年前三季度为 3.07%, 变动幅度较小, 公司研发费用率高于同业水平。其余同业公司中, 顾家家居、喜临门、梦百合研发费用率水平较为稳定, 2015 至 2018 年, 顾家家居保持在 1.00%至 1.50%之间, 喜临门保持在 1.90%至 2.40%之间, 梦百合保持在 2.90%至 3.50%之间。

图 51: 可比公司研发费用率

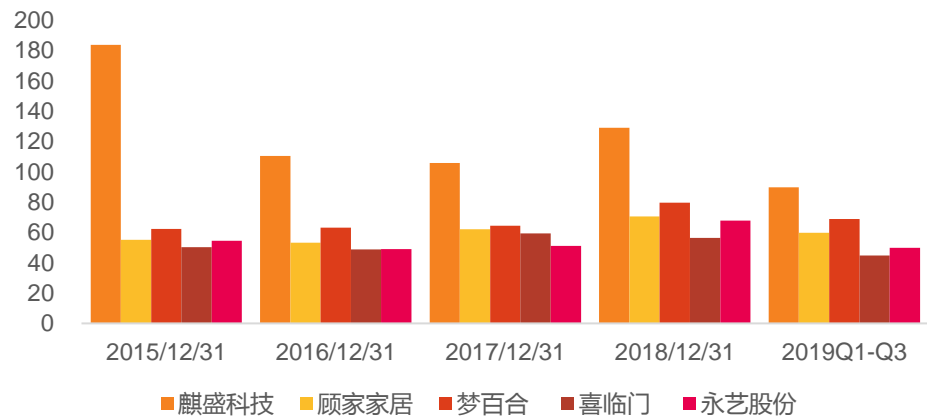


资料来源: Wind., 天风证券研究所

#### 4.6.2. 人效优势明显

公司人效优势显著, 人均营业创收高于同行。麒盛科技历年人均营业创收均保持在 100 万元以上, 2015 年高达 183.72 万元, 随着公司规模扩大, 人员也跟着扩张, 2018 回归至 128.97 万元, 但仍然高于同业水平。其余同业公司人均营创水平较为稳定, 顾家家居、喜临门和永艺股份长期保持在 45 万元-70 万元之间, 梦百合人均营业创收经历小幅增长, 由 2015 年的 62.35 万元上升至 2018 年的 79.58 万元, 低于麒盛科技位居第二位。

图 52: 同业人效水平 (营业收入/员工数)



资料来源: 麒盛科技招股说明书, 各上市公司财报, 天风证券研究所

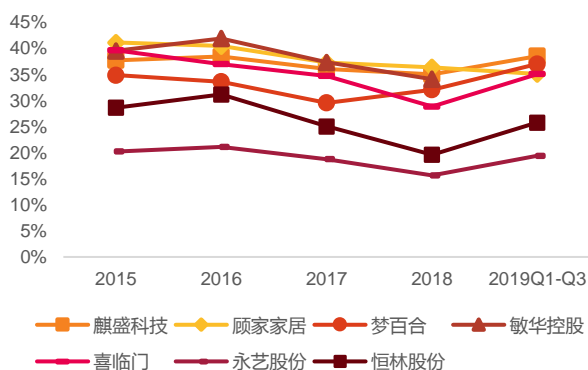
#### 4.6.3. 盈利水平优于同业

核心盈利指标均高于同业。公司毛利率稳定在 35%以上, 2019 年前三季度销售毛利率为 38.51%, 创公司毛利率新高, 同期也高于同业水平。梦百合 2019 年前三季度毛利率紧追

公司水平，同比有较大提升。顾家家居、敏华控股近年来毛利率与麒盛科技相近，在同业中维持较高水平。其中顾家家居几年销售毛利率略微有下降趋势，由 2015 年的 41.13% 下降至 2019 年前三季度的 35.08%。

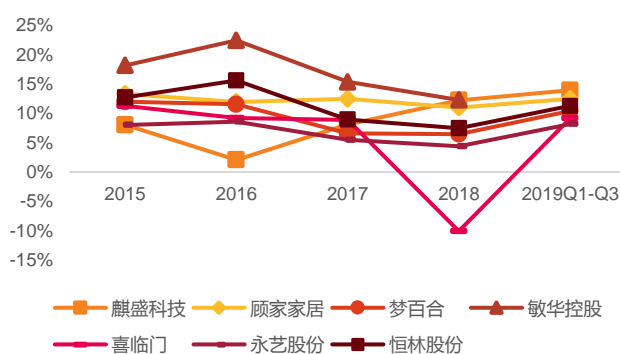
公司销售净利率整体呈上升趋势，2015 年销售净利率为 8.04%，与永艺股份均为同业间最低值，2019 年前三季度麒盛科技销售净利率上升至 13.93%，为同业间最高。顾家家居销售净利率较为稳定，长期保持在 10%-13.5% 之间。梦百合、永艺股份和恒林股份的销售毛利率变化均经历了不同程度的下降，随后于 2019 年第三季度上升至 2015 年的水平。

图 53: 同业毛利率对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 54: 同业净利率对比

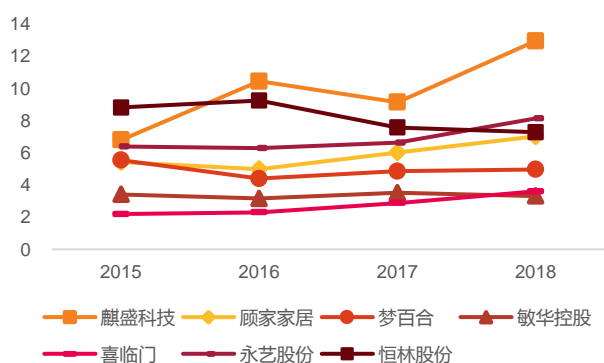


资料来源: Wind, 天风证券研究所

#### 4.6.4. 营运效率同业前列

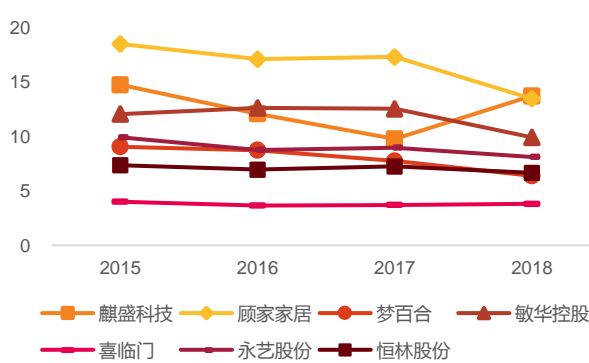
公司固定资产周转率整体高于同业平均水平，2016-2018 年均为同业间最高值。公司 2015-2018 年应收账款周转率均保持在行业前列水平；其中顾家家居近几年应收账款周转率均领先同业；敏华控股应收账款周转率变化较为稳定。

图 55: 同业固定资产周转率对比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 56: 同业应收账款周转率对比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### ● 核心假设

- 智能电动床 19-21 年销量分别为 125 万张、150 万张、200 万张，19-21 年平均单价增长为 -2%、0%、0%，19-21 年毛利率保持 38%。
- 床垫 19-21 年销量增长分别为 10%、15%、15%，19-21 年平均单价同 18 年相同保持不变，19-21 年毛利率保持 44%。
- 配件及其他产品 19-21 年营业收入增长保持 5%，19-21 年毛利率保持 35%。

➤ 其他业务(非主营业务)19-21年收入保持5000万元,且其他业务毛利率保持在25%。

表 22: 麒盛科技营收拆分及预测

单位(万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>总营业收入</b>	<b>126,539.26</b>	<b>138,847.71</b>	<b>239,109.10</b>	<b>255,610.09</b>	<b>303,661.45</b>	<b>397,779.50</b>
yoy		9.73%	72.21%	6.90%	18.80%	30.99%
<b>总营业成本</b>	<b>77,922.81</b>	<b>88,774.23</b>	<b>155,382.02</b>	<b>158,709.31</b>	<b>188,408.80</b>	<b>246,654.31</b>
yoy		13.93%	75.03%	2.14%	18.71%	30.91%
<b>毛利率</b>	<b>38.42%</b>	<b>36.06%</b>	<b>35.02%</b>	<b>37.91%</b>	<b>37.95%</b>	<b>37.99%</b>
<b>主营业务收入</b>	<b>119,903.64</b>	<b>133,448.57</b>	<b>234,342.85</b>	<b>250,610.09</b>	<b>298,661.45</b>	<b>392,779.50</b>
yoy		11.30%	75.61%	6.94%	19.17%	31.51%
<b>主营业务成本</b>	<b>73,096.26</b>	<b>84,751.19</b>	<b>151,564.68</b>	<b>154,959.31</b>	<b>184,658.80</b>	<b>242,904.31</b>
<b>主营业务毛利率</b>	<b>39.04%</b>	<b>36.49%</b>	<b>35.32%</b>	<b>38.17%</b>	<b>38.17%</b>	<b>38.16%</b>
其他业务收入	6,635.62	5,399.15	4,766.25	5000	5000	5000
其他业务成本	4,826.54	4,023.05	3,817.35	3750	3750	3750
其他业务毛利率	27.26%	25.49%	19.91%	25%	25%	25%
<b>分产品拆分</b>						
<b>智能电动床</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>营业收入</b>	<b>99,496.04</b>	<b>113,111.44</b>	<b>214,148.96</b>	<b>228,871.65</b>	<b>274,645.98</b>	<b>366,194.64</b>
yoy		13.68%	89.33%	6.87%	20.0%	33.33%
<b>销量(万张)</b>	<b>42.8</b>	<b>61.42</b>	<b>114.62</b>	<b>125</b>	<b>150</b>	<b>200</b>
yoy		43.50%	86.62%	9.06%	20.00%	33.33%
<b>平均单价(元)</b>	<b>2,324.68</b>	<b>1,841.61</b>	<b>1,868.34</b>	<b>1,830.97</b>	<b>1,830.97</b>	<b>1,830.97</b>
yoy		-20.78%	1.45%	-2%	0%	0%
<b>营业成本</b>	<b>60,325.61</b>	<b>71,546.17</b>	<b>138,905.13</b>	<b>141,900.42</b>	<b>170,280.51</b>	<b>227,040.68</b>
yoy		18.60%	94.15%	2.16%	20.00%	33.33%
<b>毛利率</b>	<b>39.37%</b>	<b>36.75%</b>	<b>35.14%</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>
<b>床垫</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>营业收入</b>	<b>10,167.05</b>	<b>11,268.58</b>	<b>10,824.97</b>	<b>11,901.08</b>	<b>13,686.24</b>	<b>15,739.18</b>
yoy		10.83%	-3.94%	9.94%	15.00%	15.00%
<b>销量(万张)</b>	<b>4.72</b>	<b>5.3</b>	<b>6.58</b>	<b>7.24</b>	<b>8.32</b>	<b>9.57</b>
yoy		12.29%	24.15%	10%	15%	15%
<b>平均单价(元)</b>	<b>2,154.04</b>	<b>2,126.15</b>	<b>1,644.25</b>	<b>1644.25</b>	<b>1644.25</b>	<b>1644.25</b>
yoy		-1.29%	-22.67%	0%	0%	0%
<b>营业成本</b>	<b>6,008.99</b>	<b>6,073.39</b>	<b>6,597.23</b>	<b>6,664.61</b>	<b>7,664.30</b>	<b>8,813.94</b>
yoy		1.07%	8.63%	1.02%	15.00%	15.00%
<b>毛利率</b>	<b>40.90%</b>	<b>46.10%</b>	<b>39.06%</b>	<b>44%</b>	<b>44%</b>	<b>44%</b>
<b>配件及其他</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>营业收入</b>	<b>10,240.55</b>	<b>9,068.55</b>	<b>9,368.91</b>	<b>9,837.36</b>	<b>10,329.22</b>	<b>10,845.68</b>
yoy		-11.44%	3.31%	5%	5%	5%
<b>营业成本</b>	<b>6,761.66</b>	<b>7,131.63</b>	<b>6,062.32</b>	<b>6,394.28</b>	<b>6,714.00</b>	<b>7,049.69</b>
yoy		5.47%	-14.99%	5.48%	5.00%	5.00%
<b>毛利率</b>	<b>33.97%</b>	<b>21.36%</b>	<b>35.29%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>

资料来源:麒盛科技招股说明书,天风证券研究所

综合考虑公司各业务发展情况，我们预计公司 19 年-21 年营业收入为 25.56/30.37/39.78 亿元，增速分别为 6.90%/18.80%/30.99%，归母净利为 3.49/4.31/5.74 亿元，增速分别为 19.27%/23.35%/33.35%，对应 PE 分别为 21.31/17.27/12.95X。

我们选取和麒盛科技业务近似的梦百合、顾家家居作为可比公司，按照 Wind 一致预期，2019 年行业平均 PE 为 24.05。我们认为电动床行业市场前景广阔，渗透率提升空间较大，行业规模增速较快，麒盛科技中长期盈利增速中枢较高，应享受高于行业平均水平估值，我们预计 25-30 倍估值区间较为合理，我们给予 2020 年 26.5 倍的估值水平。**首次覆盖给予“买入”评级，对应目标价 75.8 元。**

表 23：可对比公司估值表

公司/PE	2019E	2020E	2021E
顾家家居	22.19	18.74	15.89
梦百合	25.91	18.95	14.86
<b>平均估值</b>	<b>24.05</b>	<b>18.85</b>	<b>15.38</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

**风险提示：**

**公司客户集中度过高风险：**公司前五大客户占比较高，2019Q1 公司前五大客户营业收入占总营业收入为 82.46%，单一客户营收占总营收比例超过 30%，如果下游客户经营出现问题，公司业绩可能会出现大幅波动。

**贸易战加剧风险：**公司主要经营境外业务，以美国为主，如果未来贸易战加剧，公司要承担相应税费，可能会影响公司订单情况及成本。

**行业竞争加剧风险：**如果更多企业布局智能电动床领域，行业竞争加剧，公司可能会面临被抢占市场份额风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	129.36	432.74	885.07	818.72	1,720.22
应收票据及应收账款	118.15	212.39	156.83	281.79	292.78
预付账款	8.81	7.03	15.36	11.09	20.44
存货	269.25	228.41	274.17	353.86	468.32
其他	203.99	96.12	117.43	136.69	126.77
<b>流动资产合计</b>	<b>729.56</b>	<b>976.69</b>	<b>1,448.86</b>	<b>1,602.15</b>	<b>2,628.52</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	164.19	205.26	298.95	376.91	432.44
在建工程	19.65	208.14	160.89	144.53	116.72
无形资产	119.58	100.57	80.06	59.56	39.05
其他	70.68	65.57	51.45	50.75	51.95
<b>非流动资产合计</b>	<b>374.11</b>	<b>579.54</b>	<b>591.35</b>	<b>631.75</b>	<b>640.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,103.67</b>	<b>1,556.23</b>	<b>2,040.21</b>	<b>2,233.90</b>	<b>3,268.69</b>
短期借款	100.00	81.91	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	241.52	218.53	456.18	318.90	612.28
其他	74.06	171.11	214.36	112.35	278.50
<b>流动负债合计</b>	<b>415.57</b>	<b>471.55</b>	<b>670.54</b>	<b>431.25</b>	<b>890.79</b>
长期借款	0.00	82.20	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.18	81.72	67.22	70.37	73.10
<b>非流动负债合计</b>	<b>62.18</b>	<b>163.92</b>	<b>67.22</b>	<b>70.37</b>	<b>73.10</b>
<b>负债合计</b>	<b>477.75</b>	<b>635.47</b>	<b>737.76</b>	<b>501.63</b>	<b>963.89</b>
少数股东权益	2.98	3.29	1.50	0.73	(0.98)
股本	112.75	112.75	150.33	150.33	150.33
资本公积	472.72	472.86	472.86	472.86	472.86
留存收益	508.68	801.52	1,150.61	1,581.22	2,155.44
其他	(471.21)	(469.66)	(472.86)	(472.86)	(472.86)
<b>股东权益合计</b>	<b>625.92</b>	<b>920.76</b>	<b>1,302.45</b>	<b>1,732.28</b>	<b>2,304.80</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,103.67</b>	<b>1,556.23</b>	<b>2,040.21</b>	<b>2,233.90</b>	<b>3,268.69</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	112.71	292.14	349.10	430.61	574.22
折旧摊销	43.97	48.74	34.08	38.90	42.79
财务费用	35.74	(12.35)	(50.00)	(55.00)	(60.00)
投资损失	(0.63)	2.01	(0.01)	(0.01)	(0.01)
营运资金变动	(218.77)	249.90	240.13	(451.74)	340.81
其它	193.20	(173.13)	(15.50)	1.48	1.28
<b>经营活动现金流</b>	<b>166.22</b>	<b>407.32</b>	<b>557.79</b>	<b>(35.76)</b>	<b>899.09</b>
资本支出	74.54	219.45	74.49	76.85	47.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(338.53)	(378.84)	(111.58)	(160.66)	(102.35)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(263.99)</b>	<b>(159.39)</b>	<b>(37.08)</b>	<b>(83.81)</b>	<b>(55.08)</b>
债权融资	117.15	164.11	11.27	9.47	6.91
股权融资	217.46	46.63	84.38	55.00	60.00
其他	(165.06)	(176.37)	(164.02)	(11.25)	(9.43)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>169.55</b>	<b>34.38</b>	<b>(68.38)</b>	<b>53.22</b>	<b>57.48</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>71.78</b>	<b>282.30</b>	<b>452.33</b>	<b>(66.35)</b>	<b>901.50</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,388.48</b>	<b>2,391.09</b>	<b>2,556.10</b>	<b>3,036.61</b>	<b>3,977.79</b>
营业成本	887.74	1,553.82	1,587.09	1,884.09	2,466.54
营业税金及附加	6.33	8.28	9.95	12.06	15.02
营业费用	145.01	246.46	255.61	303.66	397.78
管理费用	119.62	156.67	217.27	258.11	318.22
研发费用	49.85	76.81	81.80	91.10	119.33
财务费用	33.96	(44.79)	(50.00)	(55.00)	(60.00)
资产减值损失	4.22	38.24	17.09	19.85	25.06
公允价值变动收益	0.00	(3.07)	(13.62)	2.27	3.03
投资净收益	0.63	(2.01)	0.01	0.01	0.01
其他	(8.89)	3.24	27.22	(4.56)	(6.08)
<b>营业利润</b>	<b>150.01</b>	<b>357.45</b>	<b>423.69</b>	<b>525.03</b>	<b>698.87</b>
营业外收入	0.06	0.39	1.34	0.60	0.78
营业外支出	1.31	1.46	1.60	1.46	1.50
<b>利润总额</b>	<b>148.76</b>	<b>356.38</b>	<b>423.43</b>	<b>524.17</b>	<b>698.15</b>
所得税	36.05	64.24	76.22	94.35	125.67
<b>净利润</b>	<b>112.71</b>	<b>292.14</b>	<b>347.21</b>	<b>429.82</b>	<b>572.48</b>
少数股东损益	0.20	(0.55)	(1.88)	(0.79)	(1.74)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>112.51</b>	<b>292.69</b>	<b>349.10</b>	<b>430.61</b>	<b>574.22</b>
每股收益(元)	0.75	1.95	2.32	2.86	3.82

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.73%	72.21%	6.90%	18.80%	30.99%
营业利润	99.33%	138.29%	18.53%	23.92%	33.11%
归属于母公司净利润	324.33%	160.15%	19.27%	23.35%	33.35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.06%	35.02%	37.91%	37.95%	37.99%
净利率	8.10%	12.24%	13.66%	14.18%	14.44%
ROE	18.06%	31.90%	26.83%	24.87%	24.90%
ROIC	43.01%	44.69%	52.24%	99.16%	59.40%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.29%	40.83%	36.16%	22.46%	29.49%
净负债率	-1.95%	-29.17%	-67.09%	-46.72%	-74.34%
流动比率	1.76	2.07	2.16	3.72	2.95
速动比率	1.11	1.59	1.75	2.89	2.43
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.31	14.47	13.85	13.85	13.85
存货周转率	5.61	9.61	10.17	9.67	9.68
总资产周转率	1.46	1.80	1.42	1.42	1.45
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.75	1.95	2.32	2.86	3.82
每股经营现金流	1.11	2.71	3.71	-0.24	5.98
每股净资产	4.14	6.10	8.65	11.52	15.34
<b>估值比率</b>					
市盈率	66.11	25.41	21.31	17.27	12.95
市净率	11.94	8.11	5.72	4.30	3.23
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.00	12.95	8.33
EV/EBIT	0.00	0.00	17.46	14.02	8.89



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