

慕思股份 (001323.SZ) 深耕中高端床垫市场，健康睡眠领导者

2022 年 09 月 20 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
吕明（分析师）
周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

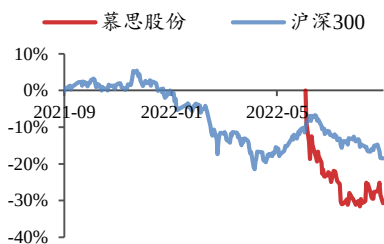
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/9/19
当前股价(元)	37.88
一年最高最低(元)	61.67/37.35
总市值(亿元)	151.52
流通市值(亿元)	15.16
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.40
近 3 个月换手率(%)	424.75

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内床垫领军品牌，首次覆盖给予“买入”评级

公司在国内床垫市场持续保持领先地位，且产品定位中高端盈利能力优于可比公司。公司当前渠道库存合理，下半年是软体家居传统消费旺季叠加外围疫情好转，预计经销商提货有望增加，同时营销活动方面 2022H2 公司在广告投入力度、频次及辐射面上也会有所加大，强化终端消费增长预期。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 7.56/9.15/10.93 亿元，对应 EPS 分别为 1.89/2.29/2.73 元，当前股价对应 PE 分别为 20.0/16.6/13.9 倍，近两年公司门店开拓加速且持续深化与定制家居龙头的业务合作，营销力+产品力+渠道力构成其核心优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 我国床垫行业有望量价齐升，龙头品牌大有可为

我国床垫行业属于长坡厚雪的成长型赛道，行业渗透率仍有较大提升空间。2010-2019 年我国床垫出厂口径规模由 38.7 亿美元增长至 83.4 亿美元（按美元/人民币=6.9 换算，约为 575 亿元），CAGR 达 8.9%。我国床垫渗透率约为 60%，而美国已达到 85%。在城镇化率提升、居民消费升级等驱动下，我国床垫行业在未来较长时间内都有望延续量价齐升的长期趋势。而从竞争格局看，我国床垫市场集中度仍明显低于美国等发达国家。未来伴随床垫产品功能属性提升、渠道变革和龙头优势逐步积累，我国床垫市场有望加速集中。

● 营销力、渠道力和产品力构成核心优势，稳居床垫细分赛道领先地位

我们认为依靠营销力、渠道力和产品力构成的核心优势，慕思股份在床垫细分赛道中优势稳固。（1）营销力：大力度+精准化营销投入使公司中高端寝具品牌形象深入人心。（2）渠道力：零售渠道规模领先行业，通过精细化管理汇聚业内最优质经销商资源，电商、直供等渠道模式多元化拓展。（3）产品力：整合设计、生产、研发和供应资源+优质售后服务，打造完整产品体系。

● **风险提示：**原材料价格大幅上升，房地产市场大幅下滑，行业渗透率提升不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,452	6,481	7,232	8,639	10,210
YOY(%)	15.3	45.6	11.6	19.4	18.2
归母净利润(百万元)	536	686	756	915	1,093
YOY(%)	61.1	28.0	10.1	21.1	19.4
毛利率(%)	49.3	45.0	44.6	44.8	45.0
净利率(%)	12.0	10.6	10.5	10.6	10.7
ROE(%)	28.5	26.7	22.7	21.6	20.5
EPS(摊薄/元)	1.34	1.72	1.89	2.29	2.73
P/E(倍)	28.3	22.1	20.0	16.6	13.9
P/B(倍)	8.1	5.9	4.6	3.6	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 慕思股份概况：国内床垫领军品牌	5
1.1、 发展历程：成立于 2004 年，逐步成长为国内床垫领军品牌	5
1.2、 公司 7 大主力品牌一体两翼，打造中高端及年轻时尚品牌矩阵	5
1.3、 股权结构稳定，核心管理层激励充分，合作伙伴参与持股	6
1.4、 财务分析：收入稳步增长，盈利能力持续提升	7
1.4.1、 收入端：疫情影响致收入短暂下滑，客单价稳步提升	7
1.4.2、 盈利端：降本增效，盈利逐季环比改善	10
2、 我国床垫行业有望量价齐升，龙头品牌大有可为	12
2.1、 我国床垫市场规模稳步增长，并已成为全球领先生产地	12
2.2、 我国床垫市场规模有望延续量价齐升的趋势	13
2.3、 我国床垫市场仍较为分散，龙头品牌具有广阔成长空间	17
3、 慕思股份核心优势：营销力、渠道力和产品力优势突出	17
3.1、 营销：大力度+精准化营销投入使中高端寝具品牌形象深入人心	17
3.1.1、 品牌价值领先国内寝具品牌，贯穿全年的 IP 活动深入占据消费者心智	17
3.1.2、 广告营销费用投入领先国内知名竞品品牌	18
3.1.3、 精准化营销投入一：及时调整营销渠道间的投入重心	19
3.1.4、 精准化营销投入二：围绕目标圈层，精准打造品牌文化	20
3.1.5、 下半年将加大营销投入力度，公司业绩有望进一步增长	21
3.2、 渠道：规模领先行业，管理精细化，模式多元化拓展	21
3.2.1、 渠道规模居行业前列，直营渠道恢复增长	22
3.2.2、 对经销商精细化管理	23
3.2.3、 渠道多元化拓展	24
3.3、 产品：整合设计、生产、研发和供应资源+优质售后服务，打造完整产品体系	26
3.3.1、 产品线：满足中高端消费者多元化需求	26
3.3.2、 设计资源：整合优秀海外设计师资源，提升产品力	27
3.3.3、 生产：工业 4.0 工厂引领行业，募投项目有望打通产能瓶颈	28
3.3.4、 研发和供应资源：整合全球优质供应商资源，合作研发创新技术	28
3.3.5、 优质的金管家服务打造慕思股份产品力的最后一环	29
4、 盈利预测与投资建议	30
4.1、 关键假设	30
4.2、 盈利预测与估值	30
5、 风险提示	31
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1： 慕思股份成立于 2004 年，逐步成长为国内床垫领军品牌	5
图 2： 慕思股份旗下拥有七大主力品牌，构成一体两翼发展格局	6
图 3： 本次发行前，公司实控人王炳坤和林集永合计持股 76.47%	7
图 4： 2022H1 营收增速放缓，同比-2.0%	7
图 5： 疫情致 2022Q2 营收同比-3.8%	7
图 6： 2018-2021 年各品类收入稳步增长	8
图 7： 床垫和床架为主要收入来源	8

图 8: 2022Q2 归母净利润同比降幅收窄.....	10
图 9: 降本增效致 2022Q2 毛利率环比+1.9pct	10
图 10: 面料+海绵+皮料+钢线+乳胶+3D 棉占 60%左右	10
图 11: 核心原材料成本边际下滑.....	10
图 12: 2022H1 公司销售费用率下滑.....	11
图 13: 2022H1 净利率提升	11
图 14: 销售毛利率稳定维持在 50%左右	12
图 15: 主营产品床垫毛利率维持高位水平.....	12
图 16: 我国床垫市场规模稳步增长	13
图 17: 全球床垫市场增速呈下降趋势	13
图 18: 我国床垫产值稳步提升	13
图 19: 我国城镇化率持续提升	14
图 20: 我国床垫渗透率仍有提升空间	14
图 21: 年轻消费群体对睡眠消费有更高需求.....	14
图 22: 我国床垫消费仍具有一定地产周期性.....	15
图 23: 美国消费者大多数人平均三年更换一次床垫.....	15
图 24: 我国消费者床垫更换周期在 5-10 年居多	15
图 25: 我国城镇居民人均可支配收入持续提升.....	16
图 26: 我国床垫购买预算主要集中在 8000 元以下.....	16
图 27: 2019 年我国床垫企业 CR5 为 16%.....	16
图 28: 2020 年美国床垫企业 CR5 为 51.4%.....	16
图 29: 床垫功能属性愈发受到消费者重视.....	17
图 30: 床垫龙头喜临门/慕思股份线上销售占比提升.....	17
图 31: 贯穿全年的 IP 活动与消费习惯和行业季节性相契合 单位: 万元	18
图 32: 公司广告费用率明显领先	19
图 33: 公司销售人员工资与福利费用率领先行业.....	19
图 34: 公司在微信朋友圈等线上平台投放广告.....	20
图 35: “慕思老人”形象深入人心	20
图 36: 慕思股份赞助音乐会, 与车友会进行联盟.....	20
图 37: 公司每年投入上千万的终端管理费 单位: 万元.....	21
图 38: 公司专卖店数量处于行业前列	22
图 39: 2021 年公司境内直营渠道恢复正增长.....	22
图 40: 公司对经销商管理精细化且把控力度较强.....	23
图 41: 2021 年公司进一步加大经销商淘汰力度.....	24
图 42: 公司经销商毛利率位居可比公司前列.....	24
图 43: 公司经销商数量高于可比公司	24
图 44: 公司 2021 年经销商单店提货额同比上升.....	24
图 45: 公司主力单品牌店面面积要求普遍在 160 m ²	25
图 46: 公司逐步拓展多品牌综合店	25
图 47: 公司线上渠道占比逐渐提升	25
图 48: 公司直供销售收入逐年增加	25
图 49: 高端产品品类慕思股份多于国内其他品牌.....	26
图 50: 慕思股份 V6 床架荣获中国外观设计优秀奖.....	27
图 51: 公司整合优质供应商资源	29
图 52: 公司与丰田集团合作开发太空树脂球床垫.....	29

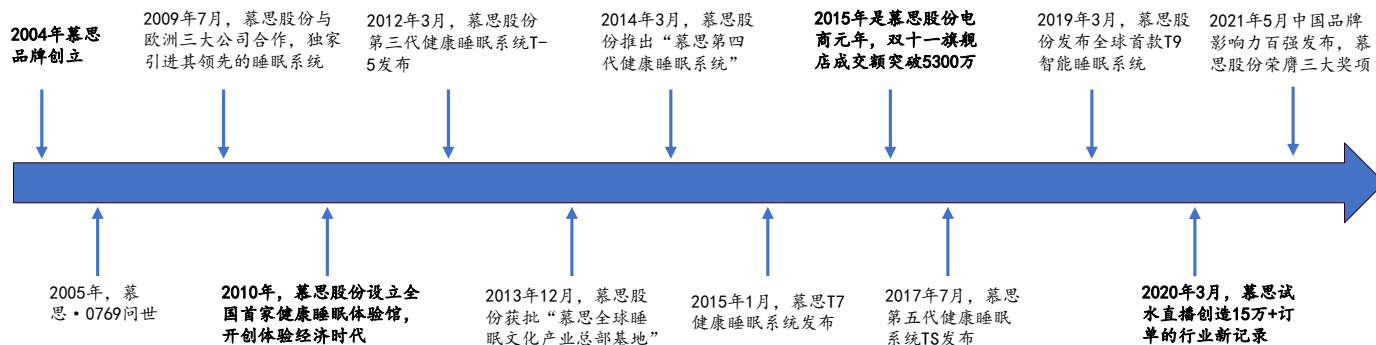
图 53: 公司提供金管家服务	29
表 1: 经销为主要销售渠道, 直供和电商渠道持续上升	9
表 2: 欧派家居逐渐成为公司直供渠道主要客户	9
表 3: 境内市场为主要业务收入来源, 华东和华南为境内市场主要销售区域	9
表 4: 直营渠道毛利率维持在较高水平	12
表 5: 公司逐步加大线上平台广告的投入力度	19
表 6: 渠道方面公司以经销渠道为主	21
表 7: 公司逐步加大线上平台广告的投入力度	27
表 8: 2019-2021 年公司产能利用率处在较高水平	28
表 9: IPO 募集资金重点投向华东产能项目	28
表 10: 可比公司估值概览	30

1、慕思股份概况：国内床垫领军品牌

1.1、发展历程：成立于 2004 年，逐步成长为国内床垫领军品牌

- 慕思股份创立于 2004 年，品牌定位于引进欧洲的睡眠理念和寝具设计理念服务中国消费者，全球首创健康睡眠系统。
- 2004-2007 年，公司接连推出慕思·凯奇、慕思·0769、慕思·3D 等爆款系列品牌，慕思股份旗下产品开始系统化分化发展。
- 2008 年起，慕思股份加快品牌升级之路，通过央视《欢乐中国行》等节目使品牌形象升入人心。同时，公司与欧洲三大公司开展合作，独家引进全球领先的睡眠系统（包括床垫、排骨架等）的制造材料和技术，并且不断推陈出新。
- 2015 年慕思股份电商渠道取得突破。至 2021 年，公司已成长为国内床垫领军品牌，并向深交所递交招股说明书，2022 年 6 月成功登陆深交所开启上市新征程。

图1：慕思股份成立于 2004 年，逐步成长为国内床垫领军品牌



资料来源：慕思寝具官网、开源证券研究所

1.2、公司 7 大主力品牌一体两翼，打造中高端及年轻时尚品牌矩阵

慕思股份旗下拥有 7 大主力品牌，构建了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵，分别为“慕思”、“V6 家居”、“崔佻（TRECA）”、“慕思国际”、“思丽德赛（Sleep Designs）”、“慕思沙发”和“慕思美居”。

慕思股份核心产品为床垫和床架。近年在优势品类的基础上，公司枕头、被芯、四件套等床品产品快速发展，并逐渐向按摩椅等助眠产品和沙发、桌椅等客卧配套品类延伸。

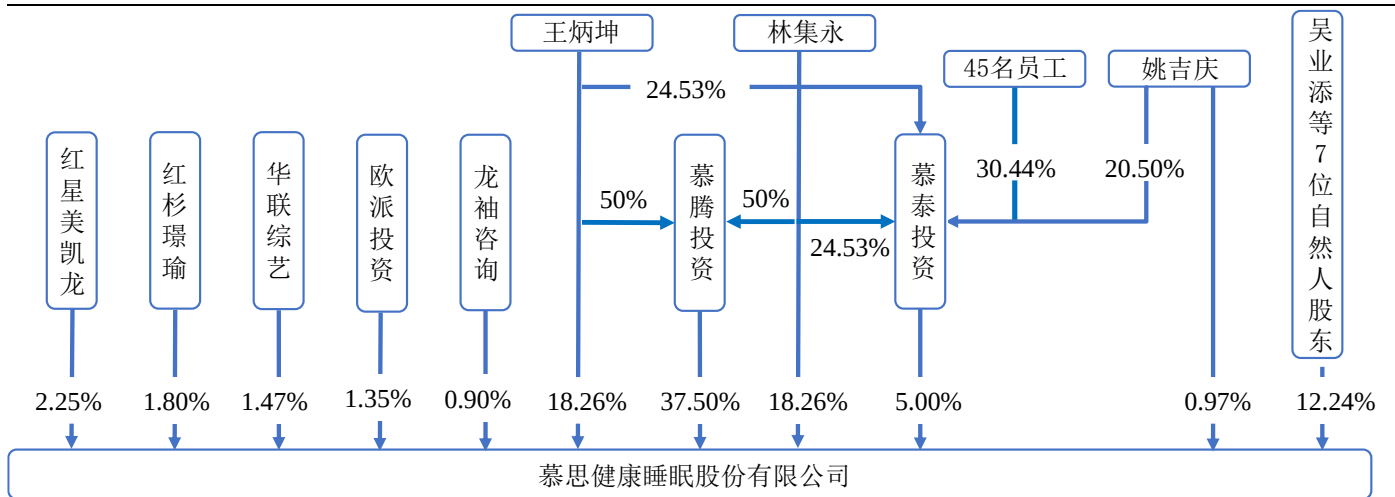
图2：慕思股份旗下拥有七大主力品牌，构成一体两翼发展格局

慕思集团品牌矩阵		品牌 logo	品牌定位	产品特点
一体	慕思经典		中高端全球健康睡眠品牌	量身定制健康睡眠系统
	慕思沙发	 慕思沙发	高端舒适家居品牌	简约现代轻奢质感 优雅舒适极致呈现
两翼	TRECA 崔佺		卧室里的艺术 L'ART DE LA CHAMBRE——睡眠奢侈品	专业从事床垫寝具的研发、设计、创新、制造、销售及服务于一体
	慕思国际		专注整合国际化高端睡眠资源	原装进口床垫、高端软床
	思丽德赛		为更好的睡眠而设计 Designs for the sleep of your life	无海绵床垫，托力得弹簧
	V6 家居		为消费者创造高颜值、高品质、高舒适度的美好家居生活空间	V6 家居产品核心类别为床架、床垫、沙发和客餐厅餐桌椅
	慕思美居		高端整装 拎包入住品牌	全屋一体化设计，家居品类全覆盖

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定，核心管理层激励充分，合作伙伴参与持股

公司披露的 2022 年中报显示，公司实控人和一致行动人王炳坤、林集永合计直接或间接持股 76.47%。公司核心管理层姚吉庆合计直接或间接持股 2.00%，其他 45 名员工合计间接持股 1.52%，核心管理层激励充分。公司重要合作伙伴红星美凯龙和欧派投资（欧派家居子公司）分别直接持股 2.25% 和 1.35%。此外，龙袖咨询（实控人为红星美凯龙副总经理车建芳）直接持股 0.9%。

图3：本次发行前，公司实控人王炳坤和林集永合计持股 76.47%


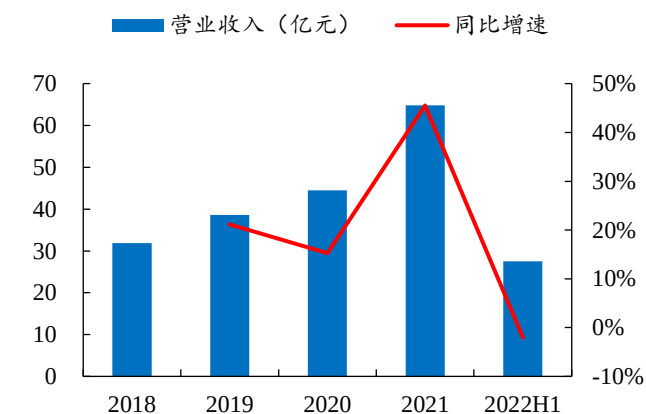
资料来源：慕思股份招股说明书、开源证券研究所

1.4、财务分析：收入稳步增长，盈利能力持续提升

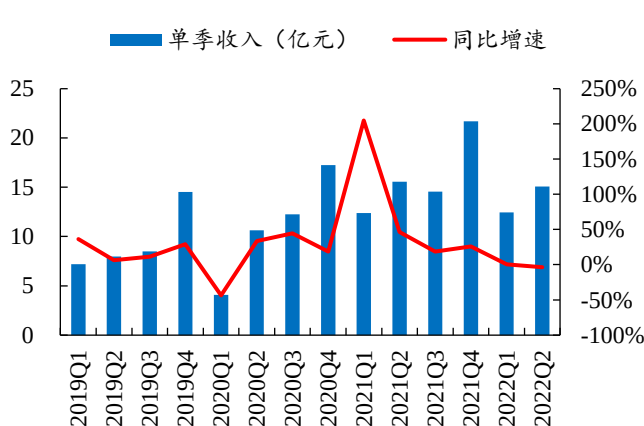
1.4.1、收入端：疫情影响致收入短暂下滑，客单价稳步提升

2018-2021 年业绩稳步增长，利润增速高于收入增速。2018-2021 年公司营业收入由 31.9 亿元增长至 64.8 亿元，CAGR 为 26.65%，2020 年受疫情影响同比增速较 2019 年有所下滑，但仍保持双位数增长；2018-2021 年归母净利润由 2.16 亿元增长至 6.86 亿元，CAGR 为 46.99%，2020 年疫情冲击下仍实现同比增长 61.1%，并显著高于收入增速。2021 年第二三季度收入增速大幅下降，主要系第四季度为销售旺季，各项电商大促活动以及公司 IP 活动集中于下半年，因此基数较高。

去库存叠加疫情影响 2022H1 业绩增速放缓。公司 2022H1 经营环境可以分为两个阶段：（1）受前期工厂端提货刺激及开店加速带来渠道库存累积影响，2022Q1 收入增速放缓，实现收入 45.56 亿元，同比增长 0.2%；（2）进入 2022Q2 公司渠道库存进入合理水平，但受华东、华南疫情影响（华东/华南地区收入在公司境内总收入中占比 60%左右），该区域线下销售负增长拉低了整体的销售收入增速。

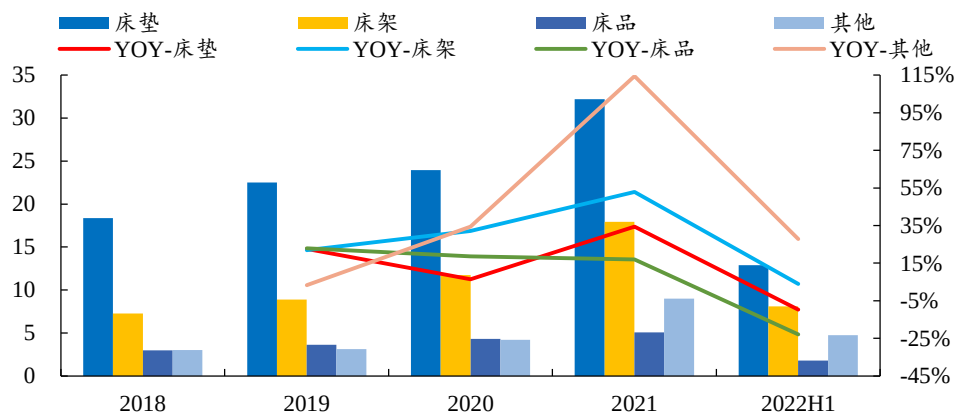
图4：2022H1 营收增速放缓，同比-2.0%


数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

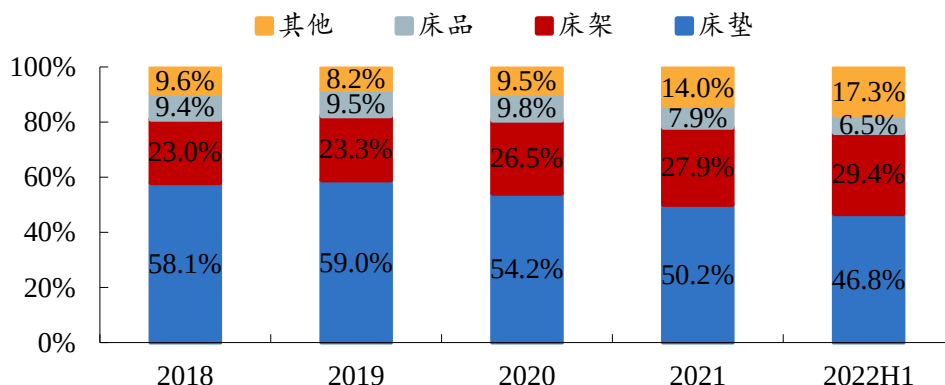
图5：疫情致 2022Q2 营收同比-3.8%


数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

分产品看：床垫和床架为核心品类，产品销售快速提升拉动收入增长。2018-2021 年各品类收入增长稳健，床垫和床架为核心品类。2019 年公司全品类增速靓丽，床垫、床架、床品收入分别同比增长 22.6%、22.0%、22.9%。2020 年疫情冲击下床垫、床品收入增速有所放缓，而床架受益于欧派家居采购量扩大，收入逆势增长，同比增速达 32.1%。2018-2020 年床垫和床架收入合计占比均超过 80%，2021 年床垫、床架的连带效应进一步体现，收入增速分别达到 34.3%/52.9%。2022H1 因疫情影响，部分产品收入增速出现下滑，床垫/床架/床品收入增速分别为-9.68%/3.97%/-22.88%。但值得一提的是，公司门店客单价在 2022H1 出现较为明显的上升，由以往的 15000~16000 上升至 20000+。展望未来随着公司配套品新品的不断推出，研发的持续更迭，床垫与配套品的连带率有望逐步提升进而带动客单价的进一步提升。

图6：2018-2021 年各品类收入稳步增长


数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图7：床垫和床架为主要收入来源


数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

分渠道看：经销为主要销售渠道，直供渠道和电商渠道比重持续上升。2019-2021 年公司经销收入占主营业务收入比例维持在 70%左右，2021 年经销渠道快速增长，同比增速 44.1%。此外，2018-2021 年公司电商渠道和直供渠道占主营业务收入比重持续上升，收入增长 CAGR 分别为 38.67%、102.06%。至 2021 年，公司经销、电商、直供、直营和其他渠道的收入占比分别为 68.5%、13.7%、10.3%、6.9%和 0.6%。

欧派家居逐渐成为公司直供渠道主要客户。自 2019 年与欧派家居达成战略合作关系以来，公司不断扩大与欧派家居的合作规模，2021 年欧派家居直供业务收入同比增长 83.3%至 5.3 亿元，直供渠道中的收入占比上升至 80.1%。

表1：经销为主要销售渠道，直供和电商渠道持续上升

	2019			2020			2021			2022H1	
	(亿元)	金额	增速	比例	金额	增速	比例	金额	增速	比例	金额
经销	27.0	12.7%	70.8%	30.5	12.9%	69.0%	44.0	44.1%	68.5%	20.2	个位数负增长
直营	4.8	50.5%	12.7%	3.4	-28.8%	7.8%	4.4	27.9%	6.9%		
直供	1.6	103.3%	4.3%	3.9	135.2%	8.7%	6.6	70.9%	10.3%		
电商	4.4	31.5%	11.4%	6.1	39.1%	13.7%	8.8	45.0%	13.7%	3.26	个位数负增长
其他	0.3	-4.6%	0.8%	0.3	12.5%	0.7%	0.4	24.9%	0.6%		
合计	38.2		100%	44.2		100%	64.2		100%		

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

表2：欧派家居逐渐成为公司直供渠道主要客户

单位：亿元	2019 年度		2020 年度			2021 年度		
	销售金额	占直供比例	销售金额	增速	占直供比例	销售金额	增速	占直供比例
欧派家居	0.6	38.3%	2.9	358.3%	74.6%	5.3	83.3%	80.1%
锦江系客户	0.7	43.8%	0.7	-2.3%	17.5%	0.8	15.9%	11.9%
其他	0.3	17.9%	0.3	-1.2%	7.9%	0.5	75.3%	8.1%
合计	1.6	100%	3.9		100%	6.6		100%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

分区域看：公司收入主要来源于国内，华东和华南为优势区域。2018-2021 年慕思股份国内收入占比均维持在 97-98%左右，境外收入占比较低。国内分区域看，华东和华南为主要销售区域，合计销售占比维持在 55%以上，其中华东地区销售占比显著高于其他地区。此外，从增速上看，2018-2021 年华南地区销售收入保持高速增长，CAGR 为 44.04%，显著高于其他区域。综合来看，除西北和东北销售收入占比较低以外，其他地区的销售收入占比基本与该地区的经济发展水平和居民消费能力相匹配。

表3：境内市场为主要业务收入来源，华东和华南为境内市场主要销售区域

单位：亿元		2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年度	
		收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
境 内	华东地区	12.48	39.46%	14.39	37.71%	16.09	36.41%	23.92	37.28%
	华南地区	5.12	16.19%	7.55	19.80%	9.95	22.52%	15.30	23.84%
	西南地区	3.21	10.14%	3.94	10.33%	4.61	10.44%	6.25	9.75%
	华北地区	3.28	10.38%	3.79	9.93%	4.29	9.71%	5.93	9.24%
	华中地区	3.32	10.48%	3.68	9.64%	4.17	9.43%	6.01	9.36%
	西北地区	1.75	5.53%	1.95	5.11%	2.11	4.78%	2.95	4.60%
	东北地区	1.57	4.96%	1.90	4.98%	2.11	4.78%	2.78	4.33%
	小计	30.73	97.15%	37.20	97.50%	43.35	98.08%	63.14	98.40%

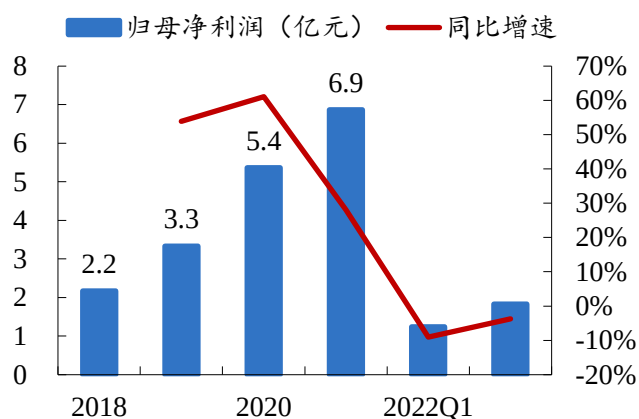
境外	0.90	2.85%	0.95	2.50%	0.85	1.92%	1.02	1.60%
合计	31.63	100.00%	38.15	100.00%	44.20	100.00%	64.16	100.00%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

1.4.2、盈利端：降本增效，盈利逐季环比改善

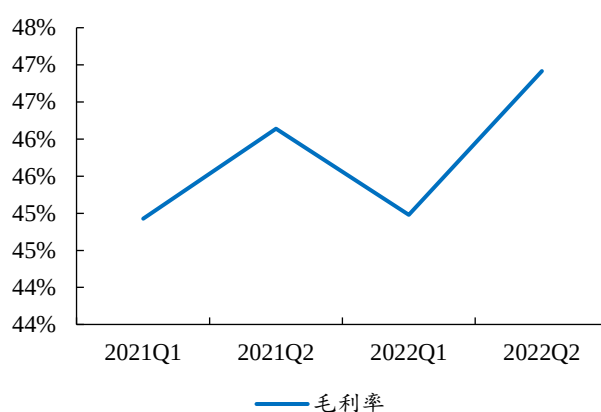
盈利端逐季环比改善。根据公司披露的年报数据，主营业务成本中直接材料占比 58.21%，其中主要原材料为面料、海绵、皮料、钢线、乳胶和 3D 棉等，占直接材料 60%左右。2022Q1 受原材料价格高位影响，公司盈利水平承压。随着 2022Q2 原材料价格边际回落且公司降本增效成果明显，毛利率环比修复，增加 1.9pct 至 46.9%。预期 2022H2 毛利率整体有望稳中有升，主要基于：（1）7 月 1 日开始公司对核心产品床垫、床架进行 5%的提价可对冲部分成本端压力；（2）公司持续加大对原材料优化管理，另外美联储加息下大宗原材料价格下行预期较强；（3）加大对经销商的帮扶和补贴，同时在补贴方面，会进行一些调整比如加强重点经销商的精准帮扶。

图8：2022Q2 归母净利润同比降幅收窄



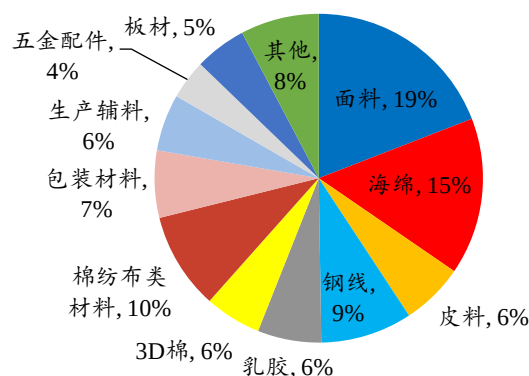
数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图9：降本增效致 2022Q2 毛利率环比+1.9pct



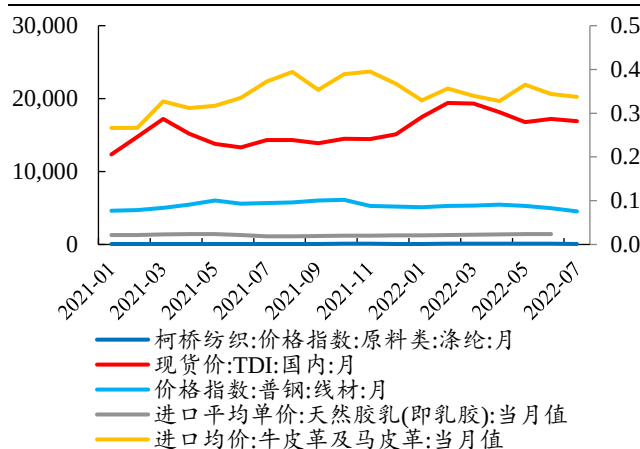
数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图10：面料+海绵+皮料+钢线+乳胶+3D 棉占 60%左右



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

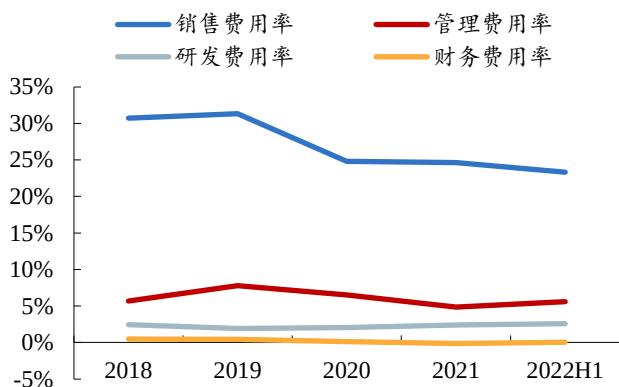
图11：核心原材料成本边际下滑



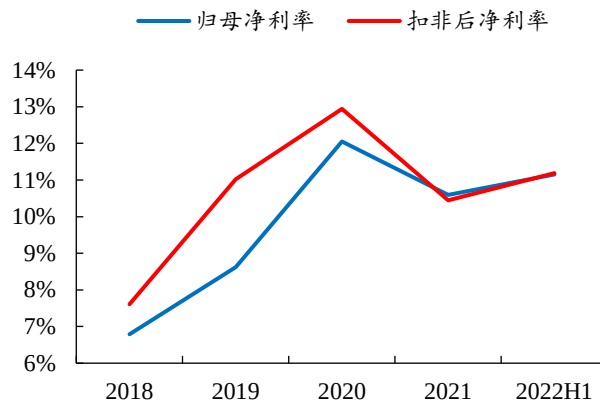
数据来源：Wind、开源证券研究所

伴随销售收入规模提升，公司费用端规模效应逐渐显现。销售费用为公司期间费用的主要来源，2021 年销售费用率下降至 24.63%，主要系广告费（疫情影响下缺少了交通枢纽等广告投放）、租赁费用（直营渠道占比下降）的下降和收入提升下费用投放规模效应逐渐显现。而 2019-2021 年，公司管理费用率有所提升主要系股份支付费用影响，若剔除该部分影响则公司 2018-2021 年管理费用率基本维持稳定。公司研发费用率则基本保持稳定。

2018-2020 年公司净利率水平持续提高。2020 年，公司归母净利率和扣非后净利率分别为 12.05% 和 12.94%，相较 2018 年分别提升 5.26pct 和 5.33pct，公司盈利能力显著提高。其中，2019 年公司净利率提升主要系原材料价格下降和降本增效带来的毛利率提升，而 2020 年公司净利率提升则主要系销售费用率的显著收缩。2021 年净利率降低，主要系公司为满足日益提高的生产经营规模需求，不断扩大生产线等固定资产规模，固定资产折旧摊销金额等固定支出持续增长，导致公司归属于母公司股东的净利润和扣除非经常性损益后归属于母公司净利润有所下降。2022H1 在公司降本增效及原材料价格边际改善下净利率提升。

图12：2022H1 公司销售费用率下滑


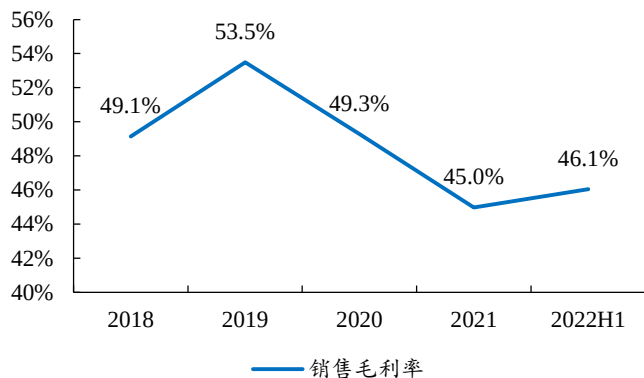
数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图13：2022H1 净利率提升


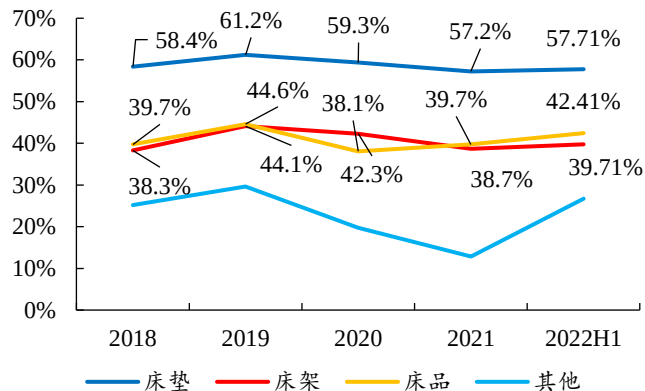
数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

分渠道看：除直供欧派家居外，公司各销售渠道盈利能力稳定。2018-2021 年公司销售毛利率稳定在 50% 左右，2019 年毛利率提升主要系原材料价格下降以及内部降本增效。2020、2021 年公司毛利率略有下降至 45.0%。但如果拆分渠道看，公司经销、直营、除欧派家居外直供等主要销售渠道毛利率均基本保持稳定。2020、2021 年，公司直供欧派家居的收入快速提升并给予了较大幅度的价格优惠，而使得直供欧派家居的毛利率下降并对整体毛利率造成了一定影响。而电商渠道毛利率有所下降则主要系会计准则调整，将运输费用改计入成本，若剔除该部分影响，2020 年电商渠道毛利率为 69.6%，同比略有提高。

分产品看：核心品类盈利能力维持较高水平。床垫作为公司主推产品，2018-2021 年毛利率维持在高位水平，主要系其定位中高端客户群体并且以自主生产为主，客单价较高且生产成本较低。床架毛利率水平略低于床垫，主要系其部分材料采用外购或外协生产。床品和其他品类作为公司核心品类的配套品，外协或外购比例较高且销售规模较小，因此毛利率相对较低。

图14：销售毛利率稳定维持在 50%左右


数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图15：主营产品床垫毛利率维持高位水平


数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

表4：直营渠道毛利率维持在较高水平

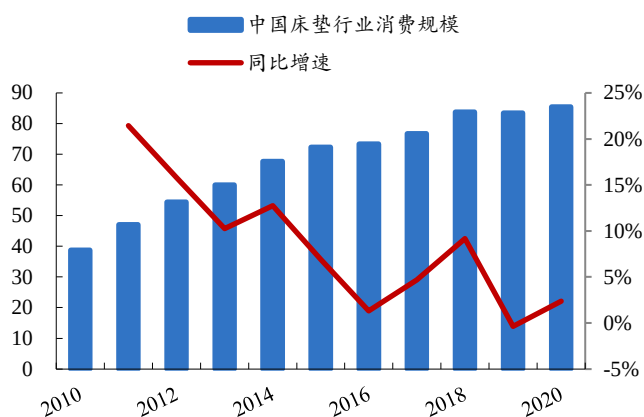
毛利率	2018	2019	2020	2021
经销	42.7%	46.4%	45.9%	41.6%
直营	74.9%	78.3%	75.9%	73.9%
直供	59.5%	51.8%	32.6%	27.0%
—欧派家居	-	37.7%	23.4%	18.1%
—其他直供	59.5%	60.6%	60.0%	62.8%
电商	69.0%	69.0%	61.6%	58.9%
其他	10.1%	16.2%	7.9%	4.2%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

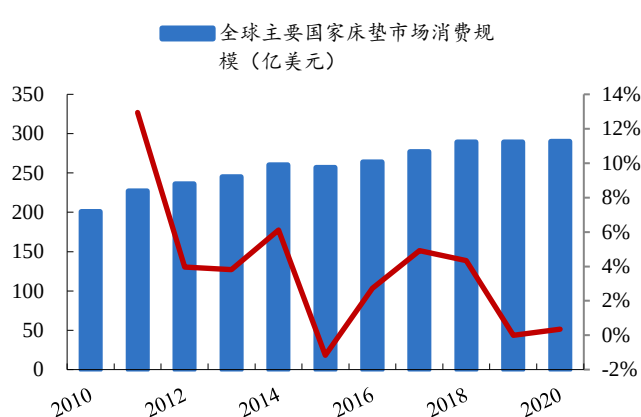
2、我国床垫行业有望量价齐升，龙头品牌大有可为

2.1、我国床垫市场规模稳步增长，并已成为全球领先生产地

我国床垫市场规模稳步增长，增速高于全球主要国家平均增速。根据 CSIL，2010-2020 年我国床垫出厂口径消费规模由 38.7 亿美元增长至 85.4 亿美元（按 1 美元=6.9 元人民币换算，约为 575 亿元），复合增速达 8.24%。而全球主要国家出厂口径床垫消费规模由 201 亿美元增长至 290 亿美元，复合增速为 3.73%。我国床垫市场规模增速高于全球主要国家平均增速。我国床垫市场规模占全球主要国家床垫消费规模的比重也由 2010 年的 19.2% 提升至 2020 年的 29.4%。

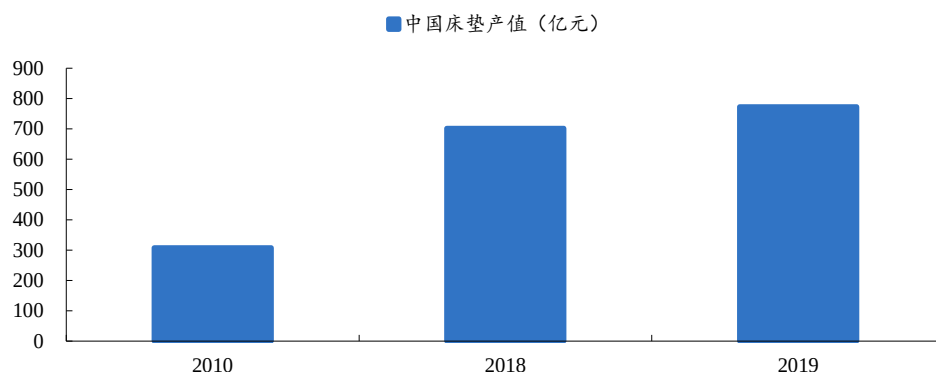
图16：我国床垫市场规模稳步增长


数据来源：CSIL、开源证券研究所

图17：全球床垫市场增速呈下降趋势


数据来源：CSIL、开源证券研究所

我国床垫生产制造产业链也伴随终端消费市场的扩容而快速兴起。根据 CSIL，2019 年我国已成为全球软体家具行业最大的生产国，软体家具产值占比达到 46%。其中，根据前瞻产业研究院的数据，我国床垫产值也在快速增长。2019 年，我国床垫产值达到 772 亿元，同比增长 10.1%，2010-2019 年增长复合增速达 10.8%。

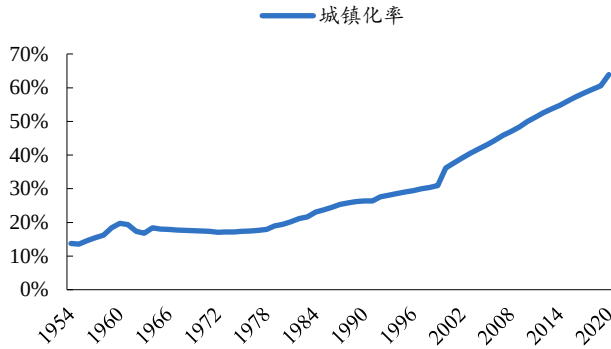
图18：我国床垫产值稳步提升


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.2、我国床垫市场规模有望延续量价齐升的趋势

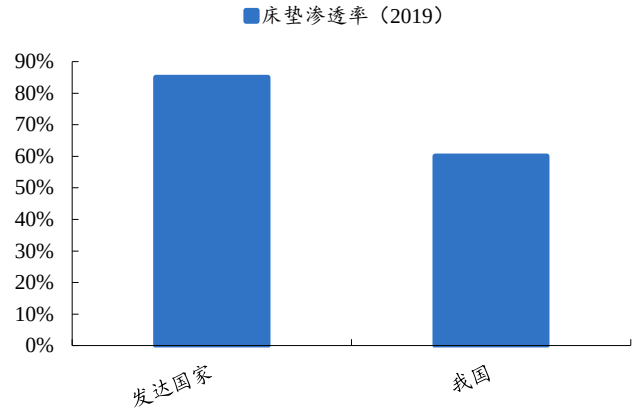
量的增长：我国床垫渗透率仍有提升空间，城镇化率提升、消费升级有望推动渗透率提升。根据 CSIL，我国床垫渗透率约为 60%而发达国家床垫渗透率约为 85%，我国床垫渗透率仍有较大提升空间。我们认为城镇化率持续提升和消费升级有望推动床垫渗透率持续提升：**（1）城镇化率：**改革开放后，我国城镇化率进入高速提升期。全国城镇化率由 2010 年的 50.0%提升至 2021 年的 64.72%，年均提升 1.34pct。城镇化率提升意味着更多消费者适应城市生活方式，改变睡眠时不使用床垫产品的生活方式，转而使用床垫产品。**（2）消费升级：**消费升级一方面是我国消费水平持续提升下，更多消费者拥有了品牌床垫的消费能力，另一方面则是主力消费群体的迭代。根据新思界网，约 75%的 90 后人群存在睡眠质量问题，他们对睡眠消费具有更高的需求。当 90 后为代表的年轻消费群体的消费能力不断提升，他们对床垫消费的需求有望不断扩大。

图19：我国城镇化率持续提升



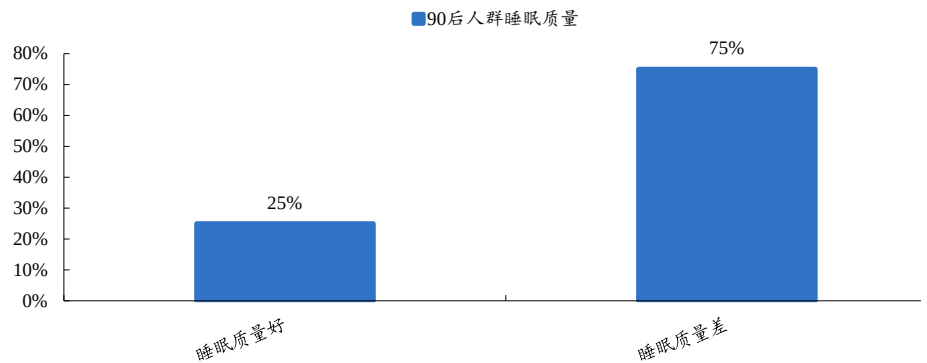
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：我国床垫渗透率仍有提升空间



数据来源：CSIL、开源证券研究所

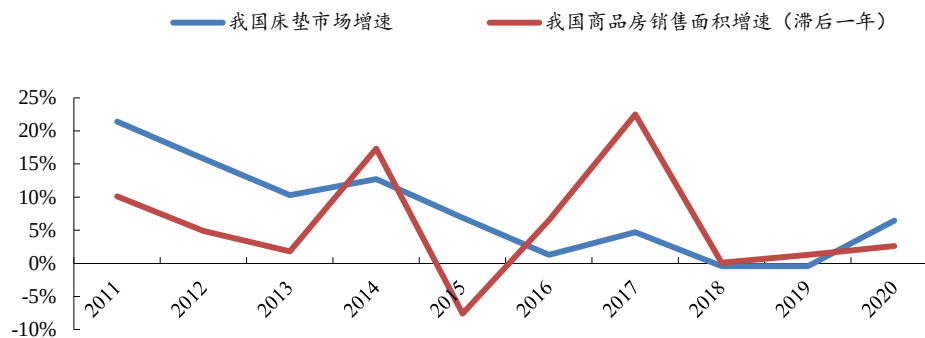
图21：年轻消费群体对睡眠消费有更高需求



数据来源：新思界网、开源证券研究所

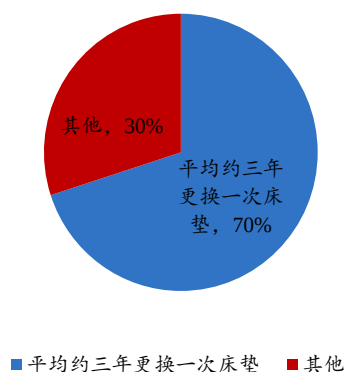
量的增长：我国床垫市场的改善换新需求仍有较大释放空间。将我国商品房销售面积增速滞后一年处理后与我国床垫市场规模增速进行拟合，可以发现我国床垫消费仍有一定地产周期性。床垫消费仍具有一定地产周期性的背后则是我国床垫消费主要以房屋装修时的购新需求为主，而后期产品更新的改善需求仍较少。根据《2021 床垫新消费趋势报告》，约 49.8% 的我国受访者床垫使用年限已超过 5 年。而约有 70% 的美国消费者平均约 3 年即更换一次床垫。因此，如果对标美国等发达国家，伴随我国消费者消费水平提升以及对床垫功能属性的认知加深，我国后期床垫更新带来的改善型需求仍有较大释放空间，拉动床垫市场规模增长的同时也将平滑床垫消费的地产周期性。

图22：我国床垫消费仍具有一定地产周期性



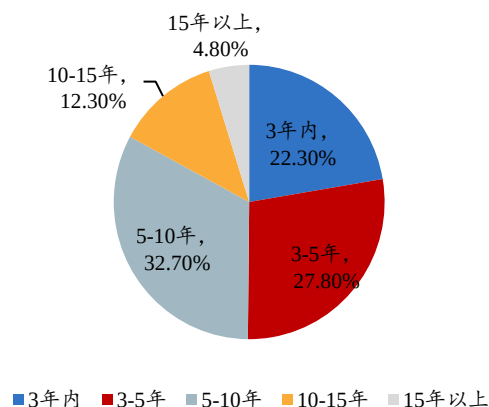
数据来源：Wind、CSIL、开源证券研究所

图23：美国消费者大多数人平均三年更换一次床垫



数据来源：《2021 床垫新消费趋势报告》、开源证券研究所

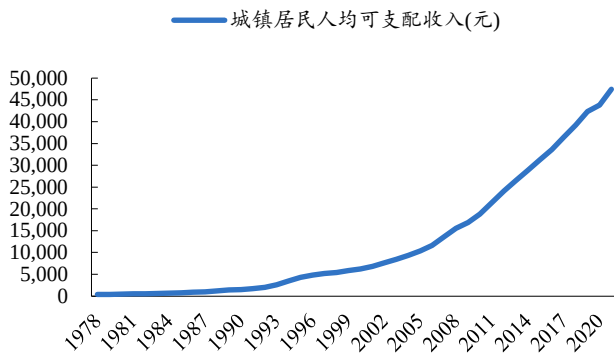
图24：我国消费者床垫更换周期在 5-10 年居多



数据来源：《2021 床垫新消费趋势报告》、开源证券研究所

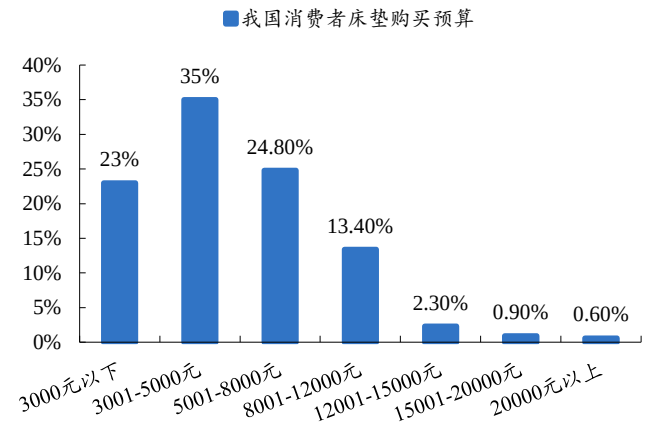
价的提升：我国居民人均可支配收入持续提升有望推动床垫消费预算增加。根据《2021 床垫消费新趋势报告》，我国消费者床垫购买预算主要集中在 8000 元以下。其中，购置预算在 3000 元以下、3001-5000 元以及 5001-8000 元的占比分别为 23%、35%和 24.8%。而从终端零售价，看 3000 元以下的床垫主要以满足刚需为主，3000-8000 元则为慕思股份等国内中高端品牌的主力价格带区间。我国城镇居民人均可支配收入仍处在持续提升的过程中。2013 年至 2021 年，中国城镇居民人均可支配收入由 26467 元上升至 47412 元，年均复合增长率为 7.56%。伴随城镇居民人均可支配收入的提升，我国消费者床垫购买力有望进一步提升。

图25：我国城镇居民人均可支配收入持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

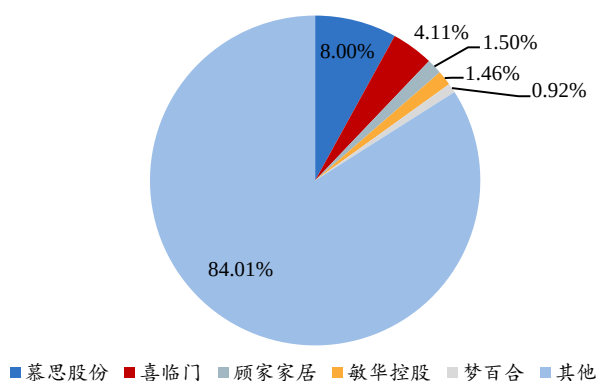
图26：我国床垫购买预算主要集中在 8000 元以下



数据来源：《2021 床垫消费新趋势报告》、开源证券研究所

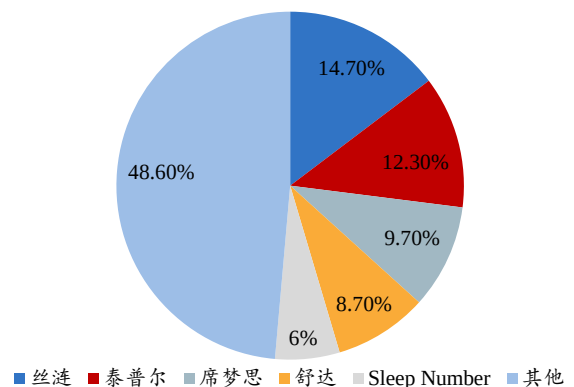
与美国相比，我国床垫市场集中度明显较低。根据观研网的数据，2019 年我国床垫企业 CR5 为 15.99%。其中，市占率前二的慕思股份和喜临门市占率也分别仅为 8%和 4.11%。而根据 Furniture Today 的数据，2020 年美国床垫企业 CR5 为 51.4%，市场集中度显著高于我国。并且从龙头品牌的市占率看，也相对更高。龙头品牌丝涟市占率达到 14.7%。席梦思、舒达、泰普尔三个品牌的市占率也均高于 9%。我们认为我国床垫市场集中度较低或主要源于：（1）由于消费发展阶段差异，我国消费者对床垫品牌和功能属性的认知程度较低。（2）国内床垫品牌起步较晚，在渠道和品牌积累上仍需一定时间。但伴随我国消费升级、国潮兴起以及国内床垫品牌的逐步发展，我们认为我国床垫市场仍有望加速集中化的进程，慕思股份等优秀的国内龙头床垫品牌市占率有望进一步提升。

图27：2019 年我国床垫企业 CR5 为 16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2020 年美国床垫企业 CR5 为 51.4%

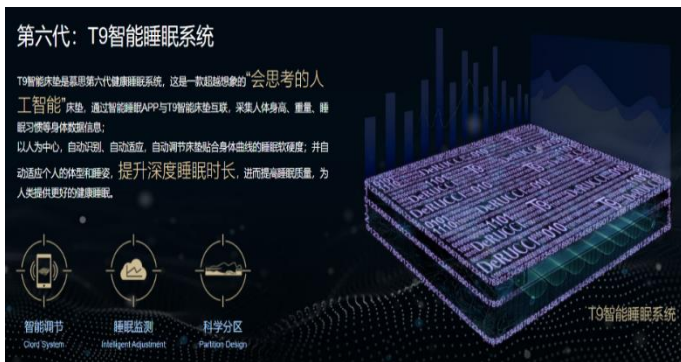


数据来源：《2021 床垫消费新趋势报告》、开源证券研究所

2.3、我国床垫市场仍较为分散，龙头品牌具有广阔成长空间

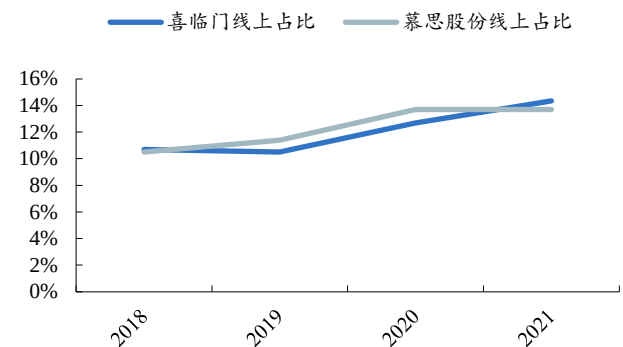
软体家居：产品功能属性提升、渠道变革、龙头优势积累，有望带动市场集中。我们认为伴随床垫产品功能属性提升、渠道变革和龙头优势积累，国内床垫市场有望加速集中。(1) 功能属性提升：近年伴随技术、设计不断迭代和年轻消费群体占比提升，消费者对床垫功能属性的认知不断提升。而对于功能属性相对更强、产品更具标品属性的消费品，龙头品牌更容易塑造品牌效应，竞争格局也相对更优。(2) 渠道变革：近年床垫行业线上渠道占比逐步提升。由于中小品牌主要以传统线下区域性门店为主要渠道，而在线上渠道的资源投入上与龙头品牌有较大差距，因此我们认为线上渠道占比提升也有望加速龙头品牌市占率的提升。(3) 龙头优势积累：当前我国床垫龙头品牌的销售体量、渠道规模以及配套服务能力都已与中小品牌拉开了较大差距。

图29：床垫功能属性愈发受到消费者重视



资料来源：慕思家居官方网站

图30：床垫龙头喜临门/慕思股份线上销售占比提升



数据来源：喜临门公告、慕思股份公告、开源证券研究所

3、慕思股份核心优势：营销力、渠道力和产品力优势突出

3.1、营销：大力度+精准化营销投入使中高端寝具品牌形象深入人心

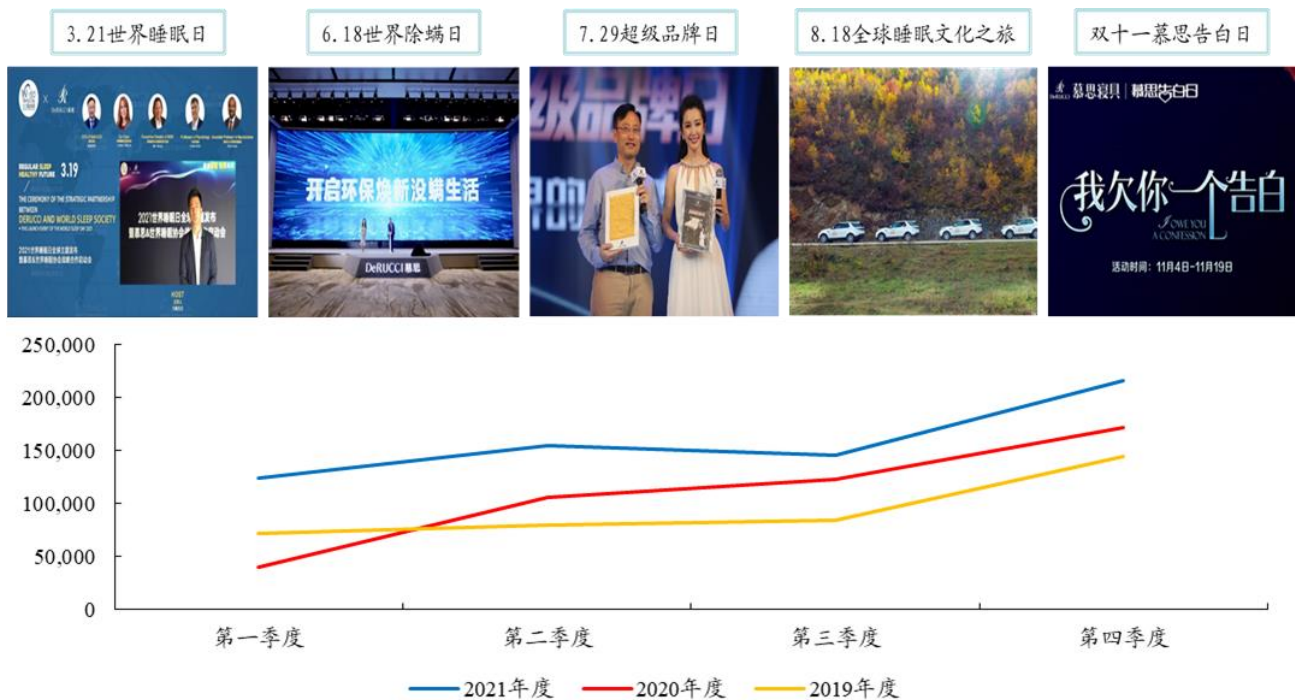
3.1.1、品牌价值领先国内寝具品牌，贯穿全年的IP活动深入占据消费者心智

慕思股份品牌价值领先国内寝具品牌。根据品牌观察杂志社等评选的中国品牌价值500强榜单，慕思股份2018-2020年连续三年蝉联国内寝具行业品牌价值榜首。并且品牌价值持续快速增长。2016-2020年，慕思股份品牌价值由105.88亿元增长至356.92亿元。

慕思股份打造的贯穿全年的IP活动与消费者的消费习惯相契合。IP活动一直是国内软体家居行业营销的重要形式。公司大力度投入到营销活动当中，经过多年沉淀，已经打造出“3.21世界睡眠日”、“6.18世界除螨日”、“7.29超级品牌日”、“8.18全球慕思睡眠文化之旅”和“双十一慕思告白日”五大贯穿全年的IP活动。消费者购买软体家具的时间一般是位于下半年的节假日或电商促销日，而新房入驻，结婚搬家等与之相关的活动也集中在年终进行。公司主营业务收入也呈现出一定的季节性特征，下半年收入占比约60%，第四季度收入占比约35%。因此，公司针对上述的消费倾向和行业季节性在下半年打造了三个大型IP活动，精准营销。结合不同时

间节点的活动，慕思股份的品牌价值和品牌文化得以深入占据消费者心智。而公司能够打造出领先品牌价值和深入人心 IP 活动的背后则是大力度+精准化的营销投入。

图31：贯穿全年的 IP 活动与消费习惯和行业季节性相契合 单位：万元



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

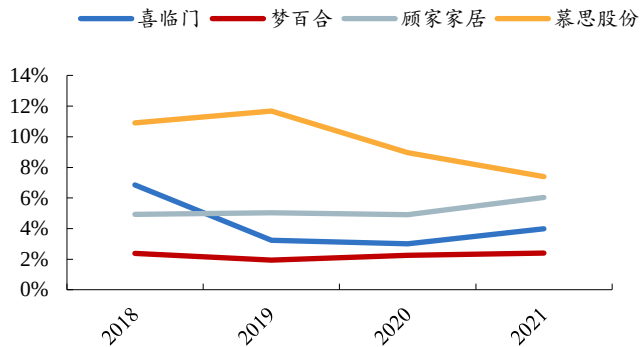
为发挥营销活动吸引消费者的作用，公司整体布局，就营销活动与经销商进行紧密对接。在消费者接触到营销之前，公司需要规划出整体的营销方案，并将营销方案下达各个管理部门，开展员工培训，为活动做好引流。在前期工作全部落地、广告铺开之后，经销商需要就特价款爆款的设置和新品出样调整等与公司对接，陆续开展商场的营销活动。针对不同的品牌和区域，公司细化营销方案，聘请针对核心市场用户的营销团队，在不同的城市辅导经销商进行专业的终端引流。从营销推广到在终端露出推广，再到引流落地结束，整个营销活动的筹办一般都在 20-25 天左右。

3.1.2、广告营销费用投入领先国内知名竞品品牌

从销售费用中的广告费用率看，慕思股份的广告投入力度明显领先行业竞品。2018-2021 年，喜临门、梦百合和顾家家居的平均广告费用率分别为 4.7%、3.4%、3.4%和 4.1%，而慕思股份的广告费用率则分别为 10.9%、11.7%、9.0%和 7.4%。我们认为广告费用率差异，一方面与收入结构有关（慕思股份基本没有代工业务），另一方面也在一定程度上可以看出公司对于营销的重视程度。

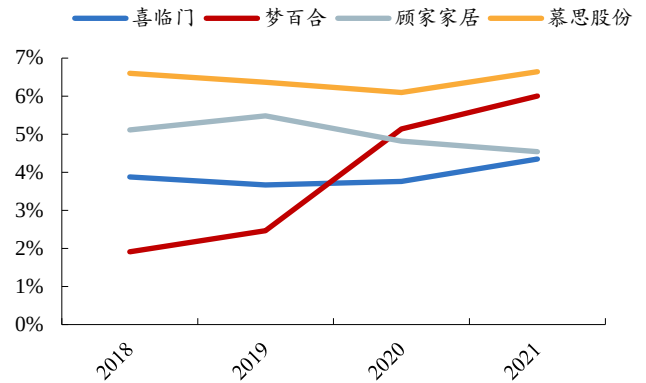
公司销售人员的工资与福利费用率也领先行业平均水平。2018-2021 年，公司销售人员工资与福利费用率均高于 6%，领先行业平均水平。从绝对值上看，2021 年公司在疫情期间进一步加大薪酬激励幅度，公司销售人员平均年薪为 17.45 万元，同比增长 27.5%。我们认为领先行业的薪酬水平能够有效提高相关市场渠道销售人员的工作积极性。

图32：公司广告费用率明显领先



数据来源：喜临门/梦百合/顾家家居/慕思股份公告、开源证券研究所

图33：公司销售人员工资与福利费用率领先行业



数据来源：喜临门/梦百合/顾家家居/慕思股份公告、开源证券研究所

3.1.3、精准化营销投入一：及时调整营销渠道间的投入重心

冠名赞助、公共交通场景广告是公司传统的核心营销方式。2018-2020年，公司均有超过45%的广告费用投向冠名赞助和公共交通场景广告。通过冠名娱乐节目、赞助中国女排以及投放机场、高铁站等交通枢纽大屏广告，公司品牌形象迅速传播。伴随渠道流量分化，公司及时调整营销渠道间的投入重心。

近年来，伴随线上渠道的重要性日益提升，线上流量也已成为了家居品牌的必争之地。而疫情则更加速了这一趋势。我们从公司的广告费用投入情况也可以看出，2019年以来，公司就加大了电商和互联网广告的投入力度。2020年，在显著收缩线下广告投入的同时，公司依然在加大线上渠道的广告投入。而对于线下渠道，公司继续维持传统核心营销方式投入的同时，也在积极尝试开拓楼宇框架及户外广告等多元化营销手段。

表5：公司逐步加大线上平台广告的投入力度

单位：万元	2019年	2020年		2021年	
	金额	金额	变动率	金额	变动率
冠名赞助	10,996	10,713	-2.60%	11,775.57	9.92%
公共交通场景广告	9,820	7,273	-25.90%	9064.21	24.61%
电商平台	6,294	8,145	29.40%	14331.37	75.95%
互联网广告	6,002	6,365	6.10%	9241.36	45.19%
电视台广告	3,817	1,070	-72.00%	329.54	-69.20%
楼宇框架及户外广告	6,180	4,291	-30.60%	926.95	-78.40%
其他	1,419	1,749	23.20%	2303.18	31.67%
合计	44,528	39,606	-11.10%	47,972.19	21.12%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图34：公司在微信朋友圈等线上平台投放广告



资料来源：凤凰网家居

3.1.4、精准化营销投入二：围绕目标图层，精准打造品牌文化

公司在营销方式的选择上紧紧围绕中高端消费群体，精准打造品牌文化。公司在品牌宣传时多以一个法国老人作为宣传形象，与其他家居品牌多以娱乐明星作为品牌形象代言人的有较大不同。但正是这样一个外表精神矍铄、姿态从容具有工匠气质的老人形象向消费者传递了公司“健康睡眠专家”的专家型品牌定位形象。

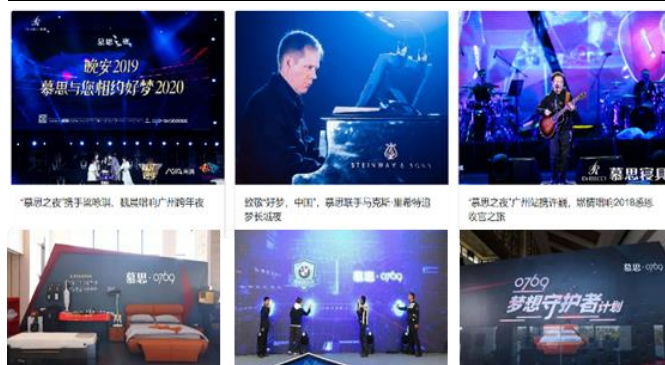
在营销方式的选择上，公司也会倾向于匹配中高端消费人群的消费方式。例如，高铁站、飞机场等商务人士出行必经的交通枢纽是公司广告投放的核心区域之一。而在品牌赞助等方面，公司也会选择赞助音乐会等符合中高端品牌形象的活动。公司每年会向客户寄送带有慕思 LOGO 的圣诞礼物以树立品牌形象，2021 年公司投入的终端管理费首次突破 5000 万元。除此之外，公司加大力度开展联盟活动，一方面公司在 IP 活动上建立了多联盟阵线的并行；另一方面主动建立跨商场跨行业的联盟关系。比如，公司与高端美容会所、顶流私人会所和车友会等高端群体协会建立联盟，定向投放特价爆款品、广告资源，给予礼品、套餐等相应的支持，提高品牌在中高端消费群体中的品牌影响力，挖掘潜在目标客户。

图35：“慕思老人”形象深入人心

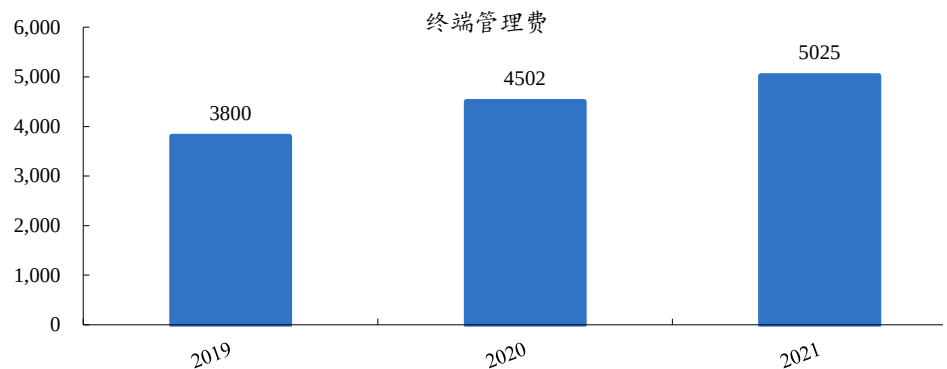


资料来源：慕思寝具官网

图36：慕思股份赞助音乐会，与车友会进行联盟



资料来源：慕思寝具官网

图37：公司每年投入上千万的终端管理费 单位：万元


数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

3.1.5、下半年将加大营销投入力度，公司业绩有望进一步增长

上半年，公司对营销活动的投入力度有所缩减。由于上游原材料价格、运输成本等的上升，公司进行局部性提价，在一定程度上缩减了经销刺激措施和资源投入力度。在2022H1的“6.18世界除螨日”活动中，公司对广告费的分摊比例下调了近10个百分点，广告投放同比减少近15%；买赠活动的标准也有所提高，往年消费8000元就可赠送的枕头如今可能需要消费18000元，加之2021年门店的快速开设导致的库存堆积，2022H1的销售情况不及预期。

下半年，公司将加大营销投入力度，对经销商渠道的加码政策预计前置到9月进行。预计8、9月份公司将从运输、特价团的阶段性提货奖励、配赠及其他隐形政策支撑着手，陆续释放刺激提货政策，比如公司对作为高配运输方式的汽运不进行加价处理，提高阶段性提货的比例等等。同时，公司在广告投放频次及力度、覆盖面、辐射面上对比上半年会有所改观。在一系列加大力度的营销措施下，2022年下半年公司业绩增速有望提高。

3.2、渠道：规模领先行业，管理精细化，模式多元化拓展

公司以经销渠道为主，直营、直供、电商多元化发展。截至2021年，公司收入主要来自经销渠道，占比约69%，毛利率为42%。公司在东莞、广州、深圳、上海、北京和中国香港、美国、德国、意大利设有直营店，直营以境内收入为主，占比7%，毛利率为74%。公司通过经销商、直营渠道完善线下终端销售网络，并针对重点客户采取厂家直销的模式，借助天猫、京东等电商平台进行线上销售，拓宽市场销售范围。构建全渠道销售体系，各个渠道协调发展、相互赋能，为打造慕思股份品牌竞争力注入动力。

表6：渠道方面公司以经销渠道为主

渠道划分	收入占比（2021年）	毛利率	说明
经销商	69%	42%	最主要、行业普遍采用的销售渠道。经销商按公司统一标准装修门店，以红星美凯龙、居然之家等商场的店中店和睡眠体验馆的形式为主。“全款下单”，“买断式”销售。

渠道划分	收入占比（2021 年）	毛利率	说明
直营	7%	74%	公司自负盈亏,截至 2021 年末公司在东莞、广州、深圳、上海、北京和中国香港、美国、德国、意大利设有直营店, 直营收入以境内为主
直供	10%	27%	针对行业内重点客户所采取的由厂家直接销售的模式, 产品具有规模化和标准化的特点。直供客户群主要为欧派家居、锦江酒店等定制家居客户和酒店客户
电商	14%	59%	电商渠道以公司官方旗舰店模式为主, 平台自营店模式为辅。2021 年官方旗舰店的主营业务收入占电商渠道收入的比例约 95%

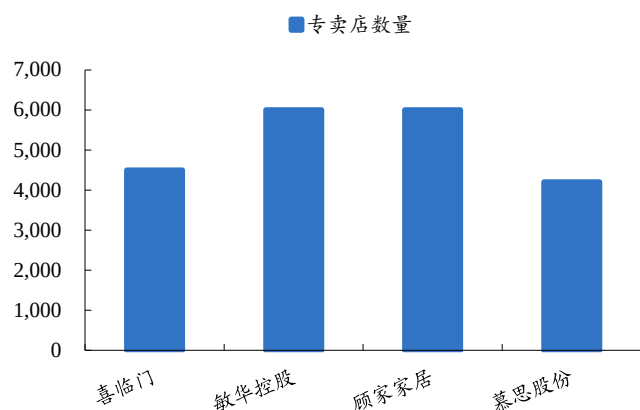
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.1、渠道规模居行业前列，直营渠道恢复增长

公司零售渠道规模在床垫行业中处于前列。截至 2021 年/2022 财年末，喜临门专卖店、顾家家居自有品牌经销、敏华控股和慕思股份专卖店分别为 4500 家、6000 家、6000 家、4200 家。考虑到顾家家居和敏华控股的店面主要以沙发单品店和多品类融合店等形态为主，而公司仍主要以床垫单品店为主，因此我们预计公司零售渠道从床垫单品类看处于行业领先水平。

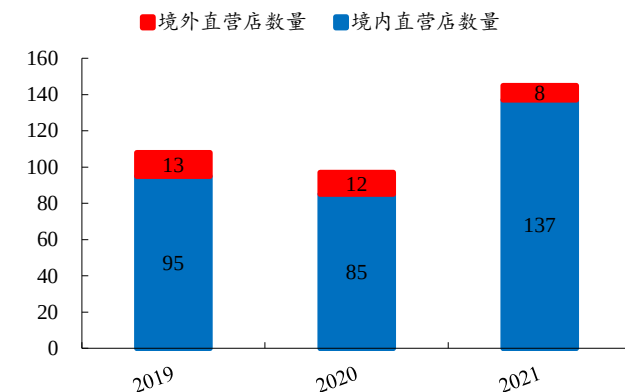
公司直营渠道恢复增长，境内直营店不断扩张。公司直营渠道虽 2018-2020 年，因部分直营门店调整或转经销，公司境内直营店数量有所减少，但 2021 年恢复正增长。

图38：公司专卖店数量处于行业前列



数据来源：图中慕思股份等 4 家公司公告、开源证券研究所（喜临名为喜临门专卖店、顾家仅考虑自有品牌经销、敏华剔除乐德飞翼及意斯特）注：截至到 2022 年 6 月 30 日，慕思股份专卖店数量已开拓至 5100 个，2022H1 专卖店数净增加约 400 个

图39：2021 年公司境内直营渠道恢复正增长



数据来源：慕思股份公司公告、开源证券研究所

3.2.2、对经销商精细化管理

除规模优势外，我们认为公司渠道最大的亮点在于通过精细化管理和不断迭代，汇聚了行业最优质的经销商资源。

公司在经销商招商、管理、等方面有详细的考核管理制度。(1) 招商：公司会将全国市场进行七级分类，分别对提货额、人员配置和品牌代理数量进行严格要求。但同时，公司也会通过单一品牌区县级一城一商，新老加盟商门店间隔 10 公里以上等政策保护经销商权益。所以在招商阶段，公司就已经对行业中优质经销商资源优中选优。(2) 管理：经销商 4S、配套服务等考核结果都会与经销商提货折扣严格挂钩，对于业绩不达标的经销商严格末尾淘汰。2021 年，公司进一步加大了经销商淘汰力度，淘汰比例提升至 11.06%。此外，公司会对经销商终端售价和最低折扣进行明确规定。当然除了考核和规定外，公司在装修、广告、促销等各方面都会提供有力支持。(3) 对经销商的赋能：公司主要以补贴与业绩激励政策赋能经销商的营销积极性。补贴方面：公司根据经销商门店面积给予 400 元/㎡~1600 元/㎡的装修补贴；对于经销商所投放的形象广告、大型 IP 活动广告、主动营销及开业活动广告、明星活动广告、其他临时性活动广告及奖励类广告等六种广告给予不超过广告投放金额 60% 的补贴比例；此外，公司鼓励经销商开展相关营销活动，并会派出专业的营销团队前往经销商城市协助开展活动，公司将针对具体的活动方案或补贴申请给予经销商相应的补贴。业绩激励方面：公司将根据经销商代理品牌、城市等级、目标完成率、业绩增长率等因素，结合经销商的营销水平，电商与直供渠道的销售区域分布和销售金额等因素，给予相应的返点激励或负返点激励。总结看，依靠行业领先的盈利能力，公司不断吸引经销商加盟，而又通过精细化管理和迭代，筛选出最优质的经销商资源，并采取补贴与激励政策为经销商业务赋能。

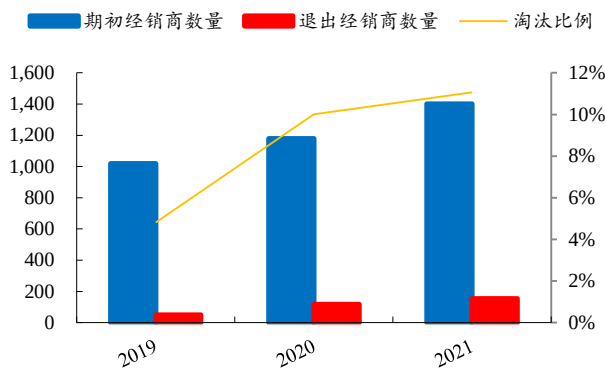
图40：公司对经销商管理精细化且把控力度较强



资料来源：慕思股份公告、开源证券研究所

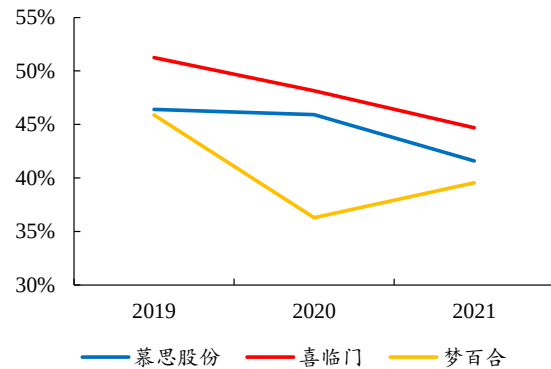
公司经销商迭代比例增大，单店提货额呈上升趋势。2019 至 2021 年，公司继续扩大产品市场，加速渠道下沉，增加经销商的数量。同时，对不符合公司要求与规定的经销商实施末位淘汰制，近三年淘汰比例逐年攀升。受疫情影响，2020 年单店提货额较 2019 年有大幅下降，但 2021 年迅速回升，整体上单店提货额呈现增长趋势。

图41：2021 年公司进一步加大经销商淘汰力度



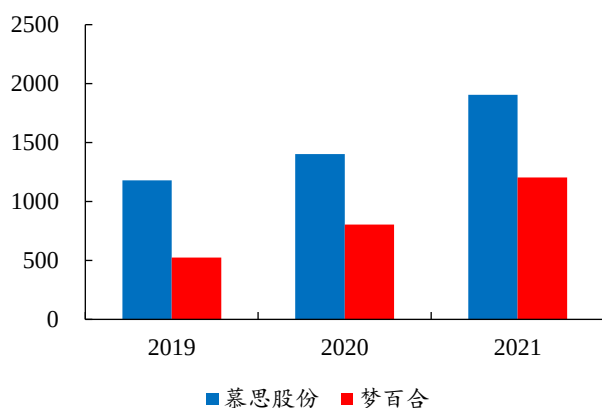
数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所 注：单位：个

图42：公司经销商毛利率位居可比公司前列



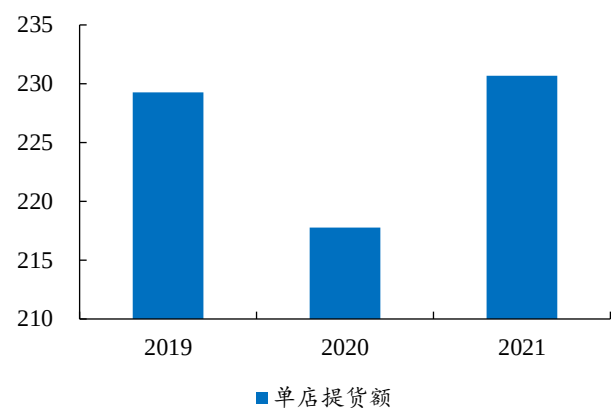
数据来源：慕思股份/喜临门/梦百合公告、开源证券研究所

图43：公司经销商数量高于可比公司



数据来源：慕思股份公告、梦百合公告、开源证券研究所

图44：公司 2021 年经销商单店提货额同比上升



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

3.2.3、渠道多元化拓展

开拓多品牌大店，门店形式愈发灵活多样。店面形式多元化：公司专卖店形式仍主要以单品牌/系列店为主。根据公司官网，歌蒂娅、凯奇、0769、3D 等主力单品牌/系列店的店面面积要求普遍在 160 m²。V6 家居门店的面积要求上限可以达到 360 m²。经过多年积累，公司的子品牌/系列已经日渐成熟，因此公司开始逐渐探索多品牌综合店，多品牌综合店的面积要求基本在每个系列 150-200 m² 的左右。**店面区位多元化：**公司专卖门店主要位于红星美凯龙、居然之家、月星家居、欧亚达家居等 KA 渠道，并要求占据 B 类以上的优势区域。此外，公司逐渐向社区店、商超、百货店等全国大型连锁商场及地方的 Shoppingmall、机场、汽车 4S 店、装饰整装公司等渠道拓展，推动门店从核心商圈到流通门店的多层次覆盖，并通过开设睡眠体验

馆，在行业内率先引入“样板间”模式，设立体验式消费场景，开创家居领域体验式消费，提高了客户的消费体验。

图45：公司主力单品牌店面面积要求普遍在 160 m²

品牌/系列	面积要求
慕思·歌蒂娅	160m ²
慕思·凯奇	160m ²
慕思·0769	160m ²
慕思·3D	160m ²
慕思·V6	150-360m ²
PAULY	130m ²
慕思·儿童	120m ²
Derucci Home	160m ²
慕思·国际	160m ²

资料来源：慕思股份公告、开源证券研究所

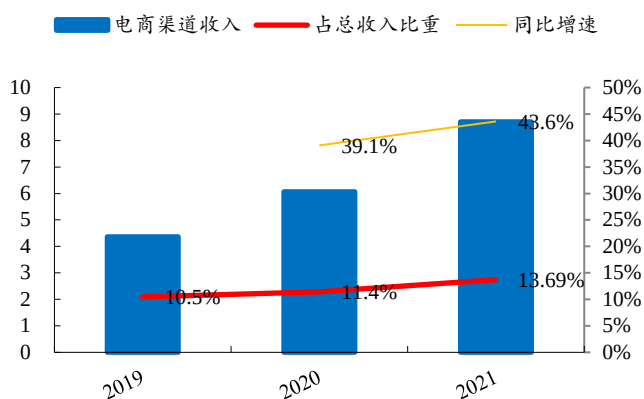
图46：公司逐步拓展多品牌综合店

品牌/系列	面积要求
两品牌综合店	300-400m ²
三品牌综合店	450-550m ²
四品牌综合店	700m ²
五品牌综合店	800-1000m ²

资料来源：慕思股份公告、开源证券研究所

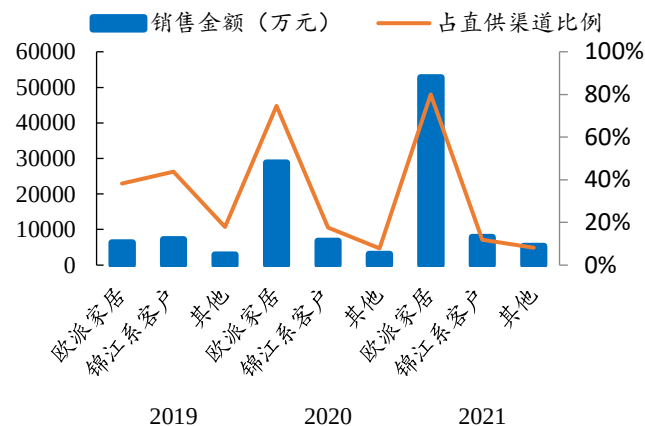
开拓电商渠道，通过与欧派家居深度合作推动直供渠道。电商渠道：公司于2015年开始拓展电商渠道，主要定位中端及年轻时尚客户群体。公司电商渠道的销售以天猫、京东等官方旗舰店模式为主，2021年官方旗舰店模式实现的收入占电商渠道比例超过95%。2019-2021年，公司电商渠道取得快速发展，收入复合增长率达到41.3%。其中2021年，公司电商渠道收入同比增长43.6%至8.7亿元，收入占比提升至13.7%。**直供渠道：**直供渠道下，公司主要向大型客户、星级酒店或大型公建项目等提供床垫、床架及其他配套产品，基于长期战略合作考虑，且由于该类客户一般采购量较大，公司正常情况下会给予其一定的价格优惠。2019年起，公司与欧派家居开展深度合作，联合打造睡眠品牌慕思·苏斯。2020年与2021年，欧派家居作为公司第一大客户，为公司连续两年创造超70%的直供销售收入。2021年，直供收入同比增长70.9%至6.6亿元，其中供货给欧派家居的比例达到80%。欧派家居与公司业务均围绕卧室家居用品展开，定制衣柜的消费安装早于床垫、床架，由此欧派可为公司床垫前端导流。随着消费者对房屋装修风格一体化需求的上升，一站式采购、整体搭配组合式售卖的方式成为家具市场的消费趋势。公司借助欧派家居定制服务的头部地位，通过欧派衣柜全屋定制与慕思·苏斯床垫形成强强组合，既满足了消费者一次性采购的便利，又优化了销售服务模式，带动产品销售收入的增长。

图47：公司线上渠道占比逐渐提升



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图48：公司直供销售收入逐年增加



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

3.3、产品：整合设计、生产、研发和供应资源+优质售后服务，打造完整产品体系

3.3.1、产品线：满足中高端消费者多元化需求

公司已拥有完整的产品线，能够满足国内中高端消费群体的多样化需求。公司以“健康睡眠”概念为核心打造了多品类、多品牌的产品矩阵，深受市场喜爱，尤其在床垫行业具有较高知名度。据天猫旗舰店、京东旗舰店的产品统计，公司线上床垫销售品类繁多，位居行业前列。线上销售品牌以慕思股份经典系列产品为主，产品价格主要处于 6000 元以下，其中，价格区间为 1099-1999、3000-5000 的产品深受消费者青睐。产品价格带遍布低、中、高端市场，以消费者的需求为导向提供全方位的服务。

图49：高端产品品类慕思股份多于国内其他品牌

产品系列	图例	价格区间（元）	3000元以下的产品数	3000-6000元的产品数	6000-10000元的产品数	10000元以上的产品数	最受欢迎的产品价格区间
慕思	慕思经典	613-17328	36	41	15	6	1099-1999 3000-5000
	V6家居	899-2999	8	0	0	0	1499-1999
喜临门	喜眠净眠	499-36998	40	35	11	2	1179-2999
舒达		1775-21298	1	13	9	8	13000-15000
丝涟		1873-39374	0	3	21	15	8969-10499
梦百合	Mlily梦百合	749-16999	7	11	5	6	3599-4599
	朗乐福	3299-21998	0	7	15	11	7999-8999
顾家	顾家家居	713-4284	17	7	0	0	1856-2427
	天禧派	999-8285	7	8	6	0	2800左右

资料来源：天猫、京东旗舰店、开源证券研究所

全方位优化和构建产品矩阵，V6家居和慕思沙发为扩品类的突破口。（1）**满足消费者一站式购物需求，起到引流作用。**自 2018 年起，V6 逐步从以床垫为主导向全屋家居过渡。公司旨在通过多方位布局产品，逐步从提供单品类产品过渡为多品类产品，满足消费者装修风格一体化需求，从而提升产品销量与利润。未来公司将以 V6 家居和慕思沙发作为产品延伸的突破口，为相关产品引流，打造新的业绩增长点。（2）**提升客单价。**公司通过提供相关配套产品的组合优惠价、举办“联售”促销活动等满足消费者一站式购物的合理需求，提升门店客单价，纵向加大利润空间，为产品质量与销售服务水平注入长远动力。

3.3.2、设计资源：整合优秀海外设计师资源，提升产品力

公司通过整合优秀海外设计师资源，组建设计师团队。国内家具企业存在较多借鉴海外家具设计的情况，但囿于成本、管理等原因，很少有品牌将海外设计师资源进行整合。而公司于 2007 年就开启了全球人才整合战略，引入法国籍知名设计师 Maurice 作为首席设计师，后又接连引入 Sezgin AKSU、James 等具有丰富经验的海外设计师，组建了领先行业的设计师团队。

优秀的设计师团队有效提升了公司的产品力。慕思设计团队以欧洲设计理念，将人体工程学、时尚艺术感和睡眠环境学等要素融入寝具设计，打造符合人体工程学的智能化健康睡眠产品。2021 年，慕思股份 V6 床架获国家级专利奖项——中国外观设计优秀奖。

表7：公司逐步加大线上平台广告的投入力度

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

资料来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图50：慕思股份 V6 床架荣获中国外观设计优秀奖



资料来源：V6 家居官网

3.3.3、生产：工业 4.0 工厂引领行业，募投项目有望打通产能瓶颈

公司位于东莞的工业 4.0 工厂制造能力引领行业。根据央视网《超级工厂》节目信息，慕思股份东莞工厂总建筑面积 38 万平方米，占地面积 320 亩，已建成慕思股份中心大楼、研发中心、套床数字化工厂、床垫数字化工厂，未来将继续建立自动户成品立库、沙发数字化工厂、家纺数字化工厂。在工业 4.0 的推动下，公司产能具有自动化、定制化等能力，已打通从客户下订单到产品交付的全自动化流程，是国内设备最先进的软体家具制造企业之一。公司床垫类产品从接收订单到生产出库大约仅需要 9-15 天。

募投项目有望打通产能瓶颈。2019-2021 年，公司床垫和床架的产能利用率都接近饱和。公司将投入 15 亿元 IPO 募投资金用于华东产能建设。项目达产后，公司将新增床垫产能 95 万张、床架产能 15 万套，拓宽产能覆盖区域的同时有效缓解产能瓶颈

表8：2019-2021 年公司产能利用率处在较高水平

单位：万套/万张	2019	2020	2021
床垫			
产能	92.75	107.95	155
产量	89.51	107.29	153.92
产能利用率	96.51%	99.39%	99.30%
床架			
产能	22.87	36.33	60
产量	21.91	36.03	59.37
产能利用率	95.80%	99.17%	98.95%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

表9：IPO 募集资金重点投向华东产能项目

单位：万元	项目总投资	拟投入募集资金
华东健康寝具生产线建设项目	150334	122714.38
数字化营销项目	24780	15000.00
健康睡眠技术研究中心建设项目	14879.85	10000.00
合计	189993.9	147714.38

资料来源：慕思股份公告、开源证券研究所

3.3.4、研发和供应资源：整合全球优质供应商资源，合作研发创新技术

慕思股份与众多全球优质的软体家具零部件供应商达成深入合作。优质的原材料和技术，是打造优质产品的必要条件。依靠稳定的采购规模和优质的品牌形象，慕思股份先后与德国 Agro（弹簧供应商）、德国 Muller（纺织品供应商）、美国 Bedgear（床品供应商）、意大利 Technogel（凝胶供应商）等多家国际知名寝具生产商达成长期战略合作。

与优质供应商联合开发，从简单的供应关系延伸至材料资源的整合。慕思股份众多开创性的床垫材料和技术都源于和优质供应商的联合研发。包括核心品牌慕思·3D 的 3D 材料就源于慕思股份和德国企业 Muller 的联合开发。通过资源整合，双方共同开发出了世界第一张无弹簧、可透气水洗的 3D 床垫。又例如，慕思股份的太空树脂球床垫也是源于慕思股份和丰田集团爱信精机公司的深入合作。

图51：公司整合优质供应商资源



资料来源：慕思股份公司官网

图52：公司与丰田集团合作开发太空树脂球床垫



资料来源：慕思股份公司官网

3.3.5、优质的金管家服务打造慕思股份产品力的最后一环

慕思股份“金管家”是按公司先进服务标准和服务流程打造的服务品牌。金管家服务包括4S店一站式购物体验、“七彩阳光”配送安装服务、“金管家”客户关怀、“感动式”增值护理服务、“全程无忧”售后服务五大环节，能够为慕思股份销售者在售前、售中、售后各环节都提供全面、高品质、高标准、高效率的服务。

金管家服务打造慕思股份产品最后一环。（1）慕思股份品牌定位于中高端，全面、优质服务能够深度契合中高端消费者的需求，并拉开与中小品牌的差距。国内仅有慕思股份、喜临门等头部品牌具有全方位服务能力。（2）定期除螨、护理等定期售后服务一方面是吸引消费者购买的要素，另一方面也可以与消费者持续保持联系，使床垫等低频消费品也具有较高品牌粘性并带动二次消费。

图53：公司提供金管家服务

4S店一站式购物体验	根据顾客身体特点和睡眠习惯推荐合适的产品或量身定制产品，提供高品质、高标准服务
“七彩阳光”配送安装服务	慕思严格按订货合同约定的时间完成送货安装任务，如因慕思原因延误将进行一定赔偿
“金管家”客户关怀	接到报修或投诉后，慕思4小时内响应，3个工作日内上门服务，上门后一个工作日内提供解决方案
“感动式”增值护理服务	定期回访，提供深度护理、皮床护理、除螨、拆洗拆装等免费增值服务
“全程无忧”售后服务	送货日起30天内可退换，60天试用，整套产品报修1年，主要部件3年以上，终身维护

资料来源：好家国家居公众号、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

公司卡位中高端床垫赛道，盈利能力行业领先，自主品牌优势凸出，我们看好其在产品力、渠道力、品牌力等三维度加持下的业绩持续增长。分产品看：

（1）床垫业务：2022H1 受疫情影响营收增速下滑，展望 2022H2 随着国内消费逐步企稳，床垫增速有望回升，另外公司 IPO 募投 95 万套床垫项目预计明后年逐步投产，新产能投产有望突破当前产能瓶颈实现产量持续增长。我们预计 2022-2024 公司床垫业务收入增速分别为 5%、21.5%、29.7%；

（2）床架业务：2022H1 床架业务逆势稳健正增长，展望 2022H2 在消费企稳及床垫连带协同作用下，有望延续稳健增长态势。另外公司 IPO 募投 15 万套床架预计明后年逐步投产，驱动产销增长。我们预计 2022-2024 公司床架业务收入增速分别为 10.0%、17.7%、6.2%；

（3）床品业务：在床垫、床架连带作用下床品业务有望保持平稳增长趋势。我们预计 2022-2024 床品业务收入增速分别为 5.0%、13.0%、8.0%。

毛利率：2022H1 在公司降本增效措施下毛利率实现逐季环比改善，2022H2 公司通过提价、加强原材料管理、强化经销商精准帮扶等多方面进一步巩固盈利水平。我们预计 2022-2024 公司毛利率逐步提升分别为 44.6%、44.8%、45.0%。

4.2、盈利预测与估值

公司业务以床垫、沙发等软体家居为主，业务布局同顾家家居（2021 年沙发及床垫营收合计占比 68.7%）、喜临门（2021 年床垫及沙发收入合计占比 64.52%）、梦百合（沙发及床垫收入合计占比 50%以上）相似，因此可以列为可比公司。同可比公司相比，公司床垫赛道定位差异化明显、品牌力突出，经销商精细化运营管理。公司 2022 年 6 月上市属于新股，相较可比公司具有一定的估值溢价。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 7.56/9.15/10.93 亿元，对应 EPS 分别为 1.89/2.29/2.73 元，当前股价对应 PE 分别为 20.0/16.6/13.9 倍。经过 2022Q1 渠道库存消化，到 2022 年 5 月公司经销商库存进入正常水平，下半年是软体家居传统消费旺季，叠加外围疫情好转，预计终端消费增长带来经销商提货有望增加，同时营销活动方面 2022H2 预计在投入力度、频次及辐射面上也会有所加大，强化终端消费增长预期。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值概览

证券代码	股票简称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	EPS（元）			PE（倍）		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603816.SH	顾家家居	361.22	43.95	2.46	2.98	3.59	17.87	14.75	12.24
603008.SH	喜临门	127.73	32.97	1.85	2.39	3.11	17.82	13.79	10.60
603313.SH	梦百合	51.30	10.57	0.67	0.81	1.11	15.78	13.05	9.52
	平均	180.08		1.66	2.06	2.60	17.15	13.86	10.79
001323.SZ	慕思股份	151.52	37.88	1.89	2.29	2.73	20.04	16.55	13.88

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：顾家家居/喜临门/慕思股份/梦百合均来自开源证券研究所预测，收盘日期为 2022/9/19

5、风险提示

原材料价格大幅上升，影响行业整体利润率；房地产市场大幅下滑，使行业需求出现大幅波动；行业渗透率提升不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1747	2014	2960	3905	5055
现金	1274	1423	2361	3092	4209
应收票据及应收账款	32	59	43	78	65
其他应收款	61	80	77	111	111
预付账款	100	136	127	188	184
存货	265	299	335	419	469
其他流动资产	15	17	17	17	17
非流动资产	1727	2484	2421	2630	2797
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	941	1531	1471	1617	1780
无形资产	307	300	340	387	383
其他非流动资产	478	652	610	626	635
资产总计	3473	4498	5381	6535	7852
流动负债	1527	1722	1810	2047	2273
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	640	569	790	827	1077
其他流动负债	887	1153	1020	1220	1196
非流动负债	66	210	210	211	211
长期借款	0	0	0	1	1
其他非流动负债	66	210	210	210	210
负债合计	1593	1932	2020	2258	2484
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1
股本	360	360	400	400	400
资本公积	1404	1404	1404	1404	1404
留存收益	113	800	1555	2470	3562
归属母公司股东权益	1880	2566	3362	4277	5370
负债和股东权益	3473	4498	5381	6535	7852

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	986	995	1000	1004	1343
净利润	536	686	755	915	1092
折旧摊销	100	156	135	152	173
财务费用	5	-9	-57	-82	-109
投资损失	-5	-4	-5	-5	-5
营运资金变动	317	80	171	23	192
其他经营现金流	34	86	0	0	0
投资活动现金流	-290	-763	-67	-357	-335
资本支出	456	768	-63	209	167
长期投资	154	0	0	0	0
其他投资现金流	320	5	-131	-147	-168
筹资活动现金流	248	-82	5	83	109
短期借款	-30	0	0	0	0
长期借款	-0	0	0	1	-0
普通股增加	40	0	40	0	0
资本公积增加	1142	0	0	0	0
其他筹资现金流	-904	-82	-35	82	110
现金净增加额	945	150	938	730	1117

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4452	6481	7232	8639	10210
营业成本	2258	3566	4007	4769	5615
营业税金及附加	37	47	56	65	78
营业费用	1105	1596	1788	2132	2522
管理费用	289	315	375	468	567
研发费用	90	155	160	199	230
财务费用	5	-9	-57	-82	-109
资产减值损失	-3	-2	0	0	0
其他收益	12	12	12	12	12
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	5	4	5	5	5
资产处置收益	-1	-5	0	0	0
营业利润	681	818	921	1105	1324
营业外收入	5	6	6	6	6
营业外支出	24	6	10	11	11
利润总额	663	818	916	1100	1319
所得税	127	131	161	185	227
净利润	536	686	755	915	1092
少数股东损益	-0	0	-1	-0	-0
归属母公司净利润	536	686	756	915	1093
EBITDA	724	931	995	1170	1383
EPS(元)	1.34	1.72	1.89	2.29	2.73

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.3	45.6	11.6	19.4	18.2
营业利润(%)	59.4	20.0	12.6	20.0	19.8
归属于母公司净利润(%)	61.1	28.0	10.1	21.1	19.4
获利能力					
毛利率(%)	49.3	45.0	44.6	44.8	45.0
净利率(%)	12.0	10.6	10.5	10.6	10.7
ROE(%)	28.5	26.7	22.7	21.6	20.5
ROIC(%)	26.0	22.7	20.1	19.0	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	45.9	43.0	37.5	34.6	31.6
净负债比率(%)	-64.2	-43.7	-64.8	-68.0	-75.0
流动比率	1.1	1.2	1.6	1.9	2.2
速动比率	0.9	0.9	1.4	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4
应收账款周转率	107.5	142.9	142.9	142.9	142.9
应付账款周转率	3.9	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.72	1.89	2.29	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	2.47	2.49	2.50	2.51	3.36
每股净资产(最新摊薄)	4.70	6.42	8.30	10.59	13.33
估值比率					
P/E	28.3	22.1	20.0	16.6	13.9
P/B	8.1	5.9	4.6	3.6	2.8
EV/EBITDA	19.3	15.1	13.1	10.5	8.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

32 / 34

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn