

喜临门 (603008.SH)

2023年05月04日

2023Q1 业绩韧性增长，产品/渠道扩张顺畅

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

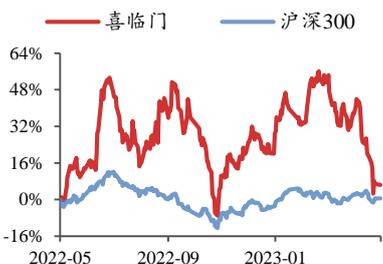
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/5/4
当前股价(元)	25.26
一年最高最低(元)	38.30/21.58
总市值(亿元)	97.86
流通市值(亿元)	97.86
总股本(亿股)	3.87
流通股本(亿股)	3.87
近3个月换手率(%)	75.68

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q3 收入增速行业领先，渠道布局稳步推进——公司信息更新报告》
-2022.10.24

《2022Q2 逆势保持较快增长，净利率环比提升——公司信息更新报告》
-2022.8.26

● 产品/渠道积极开拓，看好线下回暖下的业绩恢复增长，维持“买入”评级

2022 营收 78.39 亿元 (+0.86%)，归母净利润 2.38 亿元 (-57.49%)，扣非归母净利润 2.04 亿元 (-58.75%)。2023Q1 营收 14.67 亿元，同比+4.47%，归母净利润 0.62 亿元，同比+14.30%。考虑国内需求尚在恢复中，我们下调 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 7.01/9.03/10.78 亿元（2023-2024 原为 8.53/11.02 亿元），对应 EPS 1.81/2.33/2.78 元，当前股价对应 PE 为 14.0/10.8/9.1 倍，看好公司在渠道持续开拓下的长期发展，维持“买入”评级。

● 床垫业务经营稳健，线上韧性增长，渠道下沉布局持续推进

分产品床类产品依旧是业绩主要增长点，酒店装修缩量致酒店家具业务持续下滑。2022 床垫/软床及配套产品/沙发/酒店家具收入为 40.5/26.9/9.0/1.0 亿元，同比+2.19%/+11.15%/-14.45%/-53.02%，收入贡献为 51.64%/34.31%/11.50%/1.31%，占比同比+0.67pct/+3.18pct/-2.06pct/-1.50pct。从渠道布局看：2022 年公司在传统物业卖场持续巩固的同时，积极深化布局线上线下多渠道并推进商超、家电、家装等新渠道建设。线下门店：公司品牌势能持续上升，线下加盟商体系日益完善，自主品牌零售业务营收 52 亿元，同比+0.3%。截至 2022 年末门店 5273 家(+779) 其中喜临门 3280 家 (+443) /喜眠 1422 家 (+360) /M&D571 家 (-25)。

● 渠道费用加速投放且规模效应尚未释放致盈利短期承压

2022 毛利率 32.40% (+0.40pct)，期间费率 25.20% (+5.13pct)，具体管理费率 5.20% (+1.15pct) (系职工薪酬/租赁费/办公及折旧费增加所致)、销售费率 19.52% (+4.16pct) (系广告宣传费、网销费用及销售渠道费用增加所致)、财务费率 +0.48% (-0.19pct)，综合作用下净利率 3.47% (-4.32pct)。2023Q1 公司毛利率为 32.39% (-1.87pct) /期间费率 27.46% (-0.21pct) /净利率 4.27% (-0.06pct)。发布回购方案彰显发展信心：4 月 28 日公司发布回购计划，回购资金总额不低于 1.5 亿元且不超过 2.5 亿元，回购价格不超过 45 元/股 (含)。

● 风险提示：终端需求大幅下滑、原材料大幅上涨、门店开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,772	7,839	10,190	12,177	13,761
YOY(%)	38.2	0.9	30.0	19.5	13.0
归母净利润(百万元)	559	238	701	903	1,078
YOY(%)	78.3	-57.5	195.3	28.8	19.4
毛利率(%)	32.0	32.4	33.3	33.5	33.7
净利率(%)	7.8	3.5	7.6	8.3	8.7
ROE(%)	17.9	7.3	17.3	18.5	18.2
EPS(摊薄/元)	1.44	0.61	1.81	2.33	2.78
P/E(倍)	17.5	41.2	14.0	10.8	9.1
P/B(倍)	3.1	2.8	2.3	1.9	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 业绩短期承压，费用投放效果延后.....	3
2、 品牌+产品+渠道持续深化，保持业绩增长韧性.....	4
3、 盈利预测.....	7
4、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

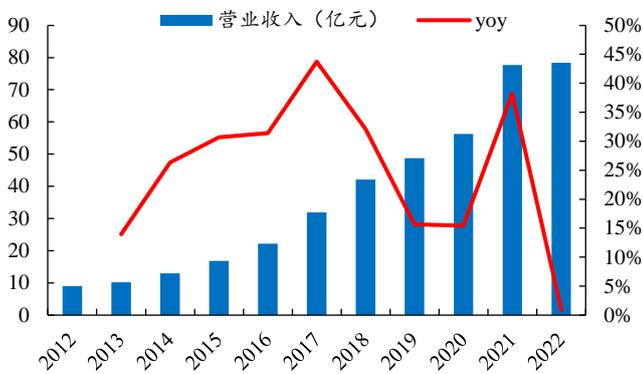
图表目录

图 1： 2022 年营收稳健，同比+0.86%.....	3
图 2： 2022 年归母净利润同比-57.49%.....	3
图 3： 2023Q1 营收同比+4.47%.....	3
图 4： 2023Q1 归母净利润同比+14.30%.....	3
图 5： 2022 净利率同比-4.32pct.....	4
图 6： 2022 期间费用率同比+5.13pct 至 25.2%.....	4
图 7： 2022 公司内销/外销收入分别同比+1.8%/-2.3%.....	4
图 8： 2022 年软床收入增速仍然领跑.....	5
图 9： 2022 年软床及沙发收入占比趋稳微增至 46%.....	5
图 10： 主要产品毛利率稳健.....	5
图 11： 2022 年各产品毛利贡献趋稳.....	5
图 12： 2022 年门店净增 779 家.....	6
图 13： 2022 年喜临门/喜眠门店净增 443 家/360 家.....	6
图 14： 2022 年线上渠道保持高增速.....	6
图 15： 受疫情及经济形势影响 2022 年经销商店效有所下滑.....	6
图 16： 2022 年大宗业务毛利率同比+3pct 至 12.2%.....	7

1、2022 业绩短期承压，费用投放效果延后

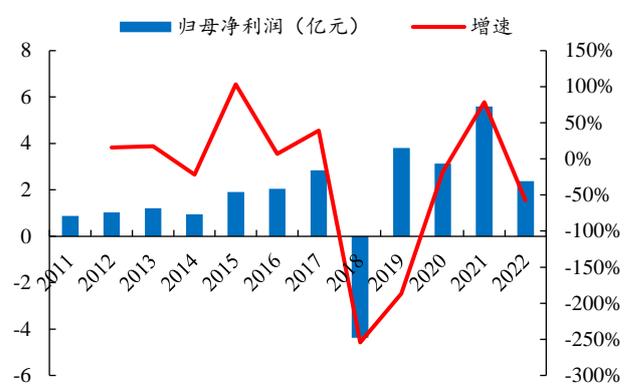
2022 年公司持续提升产品竞争力及不断加大渠道网络布局，受外围环境不利因素影响，营收利润短期承压，未来随着消费复苏业绩增长有望恢复。2022 年公司实现营业收入 78.39 亿元，同比+0.86%，上市以来收入复合增速达到 24.2%。实现归母净利润 2.38 亿元，同比-57.49%，上市以来归母净利润复合增速达到 8.8%。实现每股收益 0.62 元，加权 ROE7.13%，同比-10.73pct。拆分季度，2022Q4/2023Q1 实现营收 20.98 亿元/14.67 亿元，同比-23.14%/+4.47%，实现归母净利润-1.51 亿元/0.62 亿元，同比-181.9%/+14.30%。2022Q4 收入规模未能有效释放主因消费信心不足、低毛利产品占比提升、生产物流短期停摆叠加费用投入较高及帮扶的加盟商未完成考核指标。

图1：2022 年营收稳健，同比+0.86%



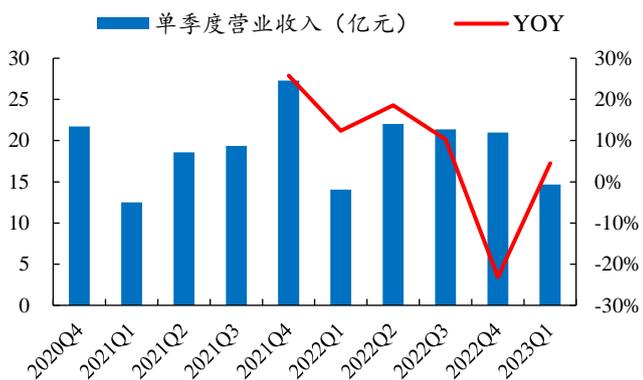
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022 年归母净利润同比-57.49%



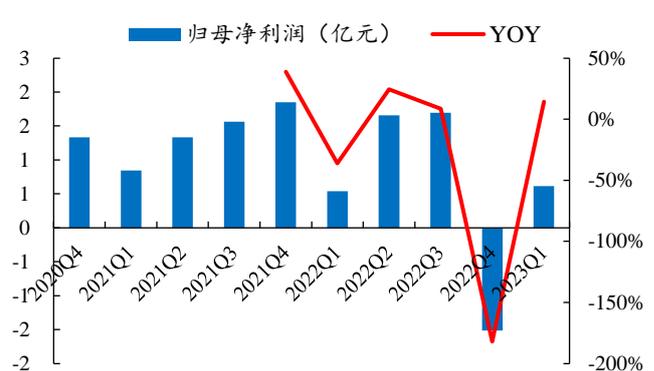
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023Q1 营收同比+4.47%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

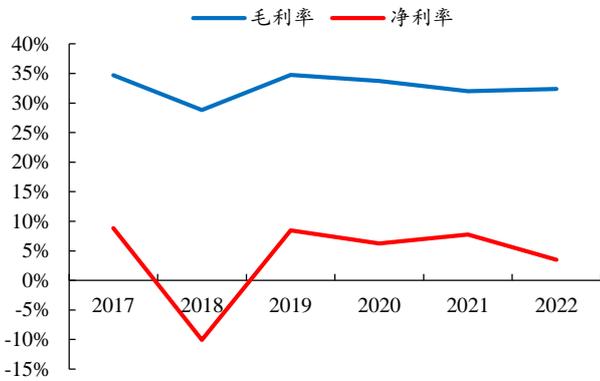
图4：2023Q1 归母净利润同比+14.30%



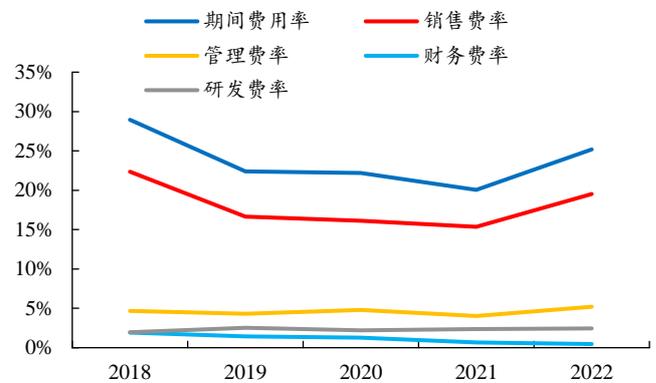
数据来源：公司公告、开源证券研究所

盈利端，毛利率同比+0.4pct 至 32.40%，期间费率（含研发费率）同比+5.13pct 至 25.20%，其中销售费率/管理费率/财务费率/研发费率分别同比 +4.16pct/+1.15pct/-0.19pct/0.09pct 至 19.52%/5.20%/0.48%/2.44%，销售费率增加系增加投入以短期快速抢占市场及新增广告费用等线上线下渠道（包括新渠道）拓展费用，管理费用增加系为调整组织结构而提升薪酬、引进人才及新增办公地点。综合

影响下净利率同比-4.32pct 至 3.47%，公司 2022 年经营结果不及预期系宏观环境非预期负面因素较多，以致费用投放效果延后。

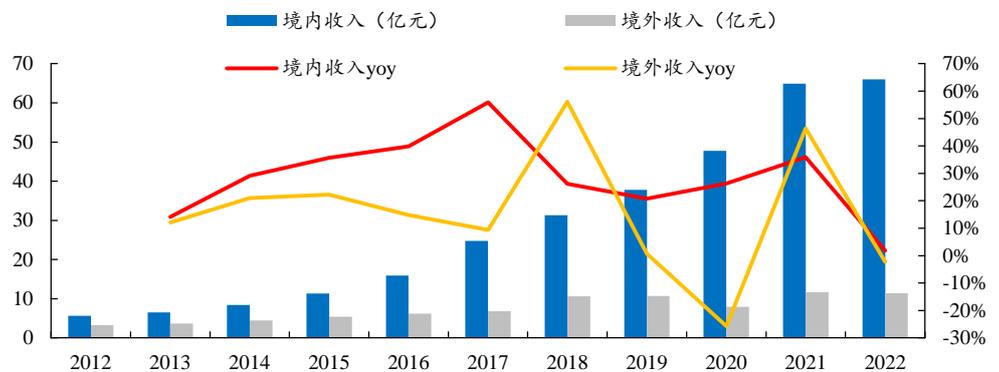
图5：2022 净利率同比-4.32pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022 期间费用率同比+5.13pct 至 25.2%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

内外销业务拆分：2022 年公司内销业务收入同比增长 1.8%至 66.03 亿元，占比总收入 85.3%，整体趋于平稳；外销业务同比-2.3%至 11.38 亿元，占比趋稳微降至 14.7%。

图7：2022 公司内销/外销收入分别同比+1.8%/-2.3%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

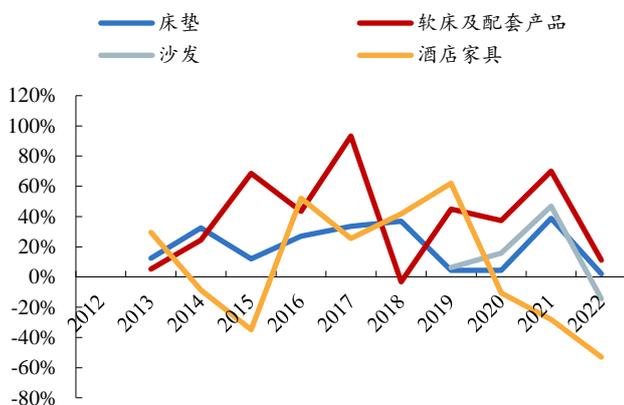
2、品牌+产品+渠道持续深化，保持业绩增长韧性

品牌方面，公司持续深化推进品牌转型升级，立足睡眠产业，坚定“深度好睡眠”品牌定位同时发力年轻一代，营销前置抢占市场流量。持续强化品牌在睡眠领域的专业形象与国民形象，发布睡眠研究报告蓝皮书，不断提升标准化门店终端形象，多领域多渠道进行品牌传播，覆盖体育营销、综艺投放、时尚跨界等，具体为：

(1) 积极参与打造热门综艺 IP，赞助顶级综艺节目，持续品牌输出，提高品牌认知度，深入年轻一代，抢占年轻一代的心智；(2) 通过小红书、B 站、抖音、知乎、微信等众多头部 KOL、KOC 的深度种草、背书，构筑全新的品牌公域流量内容生态。

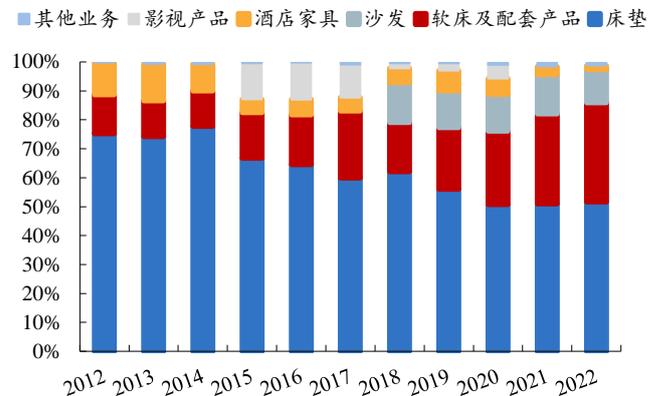
产品方面，核心床垫业务持续发力的同时，软床、沙发品类逐渐成为公司的中坚力量。(1) 产品收入方面：2022 年公司产品力、品牌力持续提升，门店不断开拓，但受经济形势放缓及疫情等宏观不利因素影响，主要品类收入增长态势不一，具体看：2022 年公司实现床垫收入增长 2%，增速低于 2021 年同期；软床及配套产品收入增长 11%，领跑各品类增速；沙发收入同比-14%，增速由正转负。软床、沙发品类收入占比趋稳于 50%左右，公司产品结构持续优化。酒店家具业务 2022 年收入同比下滑 53%（系酒店装修缩量影响）。(2) 产品盈利方面：毛利率同比略有增长，床垫、软床及配套产品、沙发、酒店家具毛利率分别为 36.79%/28.98%/21.9%/-1.10%，分别同比+0.62pct/-1.77pct/0pct/-15.8pct，其中软床业务保持领跑增长态势，软床在产品结构中的占比增长较为明显，由 2021 年的 31%提升至 34%。

图8：2022 年软床收入增速仍然领跑



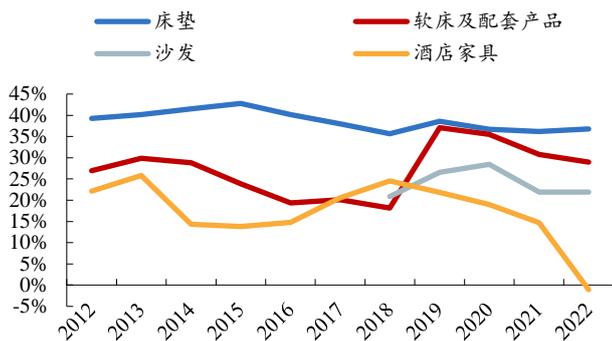
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2022 年软床及沙发收入占比趋稳微增至 46%



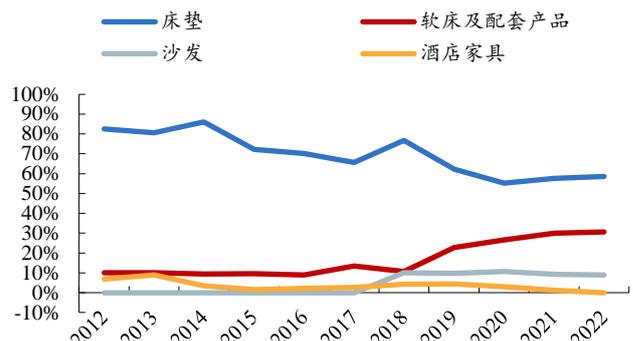
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：主要产品毛利率稳健



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2022 年各产品毛利贡献趋稳

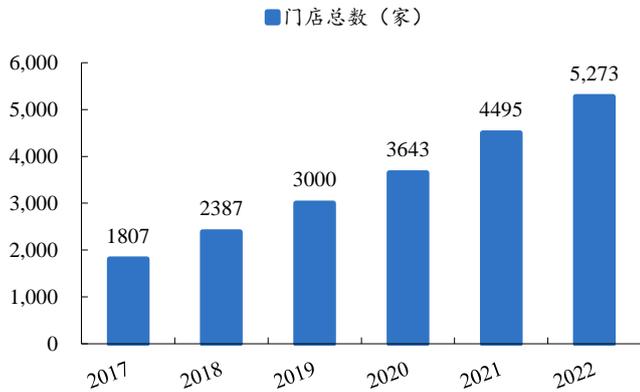


数据来源：公司公告、开源证券研究所

渠道方面，全渠道网络逐步构建，线上线下优势互补。(1) 从渠道布局看：2022 年公司在传统物业卖场持续巩固的同时，积极深化布局线上线下多渠道并推进商超、家电、家装等新渠道建设。线下门店：公司品牌势能持续上升，线下加盟商体系日益完善，自主品牌零售业务营收 52 亿元，同比+0.3%，实现稳健发展，传统渠道新增千家门店，截至 2022 年末，门店净增加 779 家至 5273 家。分品牌看：喜临门品牌专卖店净增加 443 家至 3280 家，喜眠专卖店净增加 360 家至 1422 家，M&D 门店

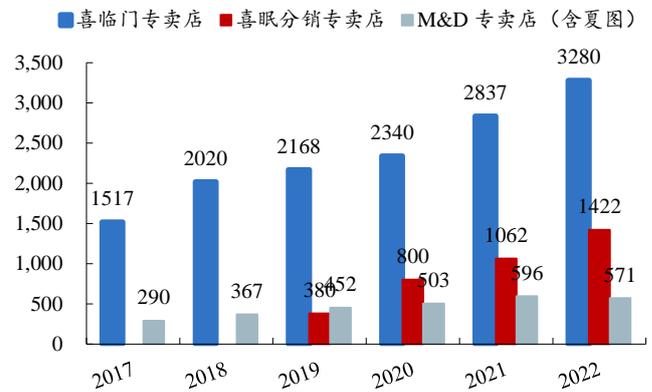
拓展不达预期，净减少 25 家至 571 家。**线上渠道**：线上发展水平远超同行，公司在天猫、京东、苏宁易购等各大平台设有自主品牌旗舰或自营店，全平台覆盖消费者，持续抢占份额，同时直播渠道正在迅速放量。此外提前布局商超、家电、家装等新渠道，简化交易场景，发掘新增量，逐步构建一个以线下专卖店和线上平台为核心，分销店、商超家电店为补充的“1+N”全渠道销售网络。

图12：2022 年门店净增 779 家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

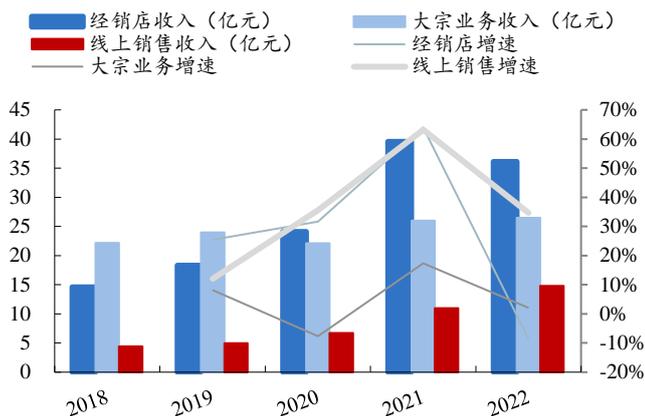
图13：2022 年喜临门/喜眠门店净增 443 家/360 家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

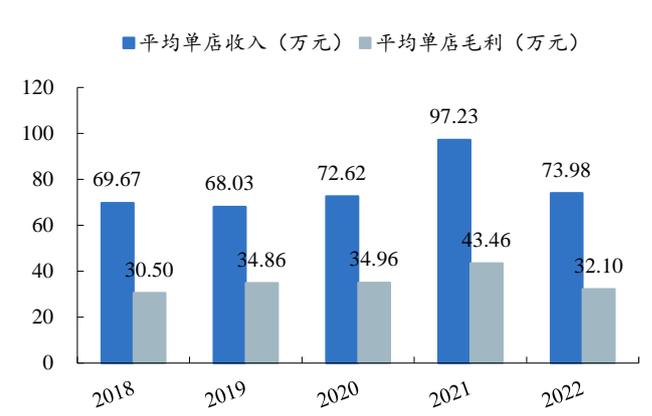
(2) 从销售渠道业绩看：**线上线渠道互补，协同应对宏观环境挑战，保持渠道业绩增长韧性。**2022 年公司经销店收入略有下滑，全年实现收入 36.13 亿元，同比-8.7%，自 2018 年始首次出现负增长，判断系疫情影响所致。从平均单店店效看，2022 年经销店单店收入 97.23 亿元，同比-23.9%，单店毛利 32.1 万元，同比-26.1%。大宗业务收入 26.5 亿元，同比+2.0%，线上收入 14.78 亿元，同比+34.6%，填补线下增长缺陷，持续保持增长韧性。

图14：2022 年线上渠道保持高增速

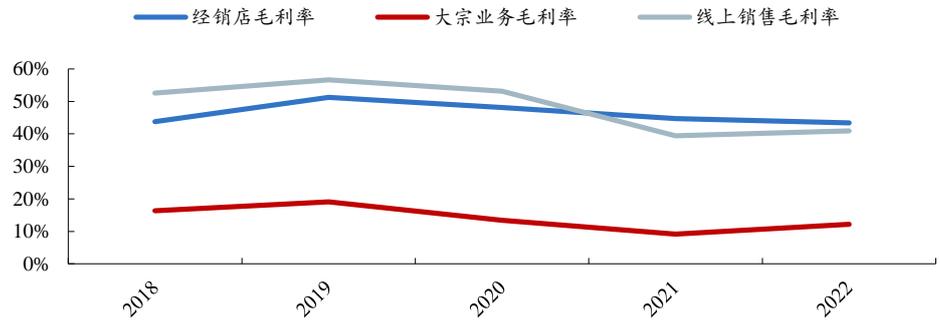


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：受疫情及经济形势影响 2022 年经销商店效有所下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2022年大宗业务毛利率同比+3pct至12.2%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测

2022 营收 78.39 亿元 (+0.86%)，归母净利 2.38 亿元 (-57.49%)，扣非归母净利 2.04 亿元 (-58.75%)。2023Q1 营收 14.67 亿元，同比+4.47%，归母净利 0.62 亿元，同比+14.30%。考虑国内需求尚在恢复中，我们下调 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利分别为 7.01/9.03/10.78 亿元（2023-2024 原为 8.53/11.02 亿元），对应 EPS 1.81/2.33/2.78 元，当前股价对应 PE 为 14.0/10.8/9.1 倍，看好公司在渠道持续开拓下的长期发展，维持“买入”评级。

4、风险提示

终端需求大幅下滑、原材料大幅上涨、门店开拓不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4710	5090	2971	2493	3416
现金	1732	2039	384	0	357
应收票据及应收账款	1209	874	0	0	0
其他应收款	128	128	204	192	256
预付账款	70	73	114	110	143
存货	1102	1200	1752	1765	2198
其他流动资产	469	775	517	426	463
非流动资产	3602	3953	4440	4721	4817
长期投资	254	255	255	255	255
固定资产	1618	1859	2401	2796	3030
无形资产	287	328	340	342	346
其他非流动资产	1442	1511	1445	1328	1186
资产总计	8311	9042	7412	7214	8233
流动负债	4281	4632	2501	1408	1365
短期借款	1243	1683	1683	582	500
应付票据及应付账款	2355	2122	0	0	0
其他流动负债	683	827	818	826	865
非流动负债	645	693	417	363	291
长期借款	430	331	300	246	173
其他非流动负债	214	362	117	117	117
负债合计	4926	5325	2918	1771	1655
少数股东权益	186	221	296	399	520
股本	387	387	387	387	387
资本公积	1354	1324	1324	1324	1324
留存收益	1656	1787	2456	3300	4352
归属母公司股东权益	3200	3496	4198	5045	6057
负债和股东权益	8311	9042	7412	7214	8233

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	704	841	-433	1554	1140
净利润	605	272	777	1006	1199
折旧摊销	227	254	325	390	450
财务费用	52	38	86	75	36
投资损失	-43	-6	-9	-13	-18
营运资金变动	-237	153	-1612	96	-528
其他经营现金流	99	131	0	0	0
投资活动现金流	-335	-806	-804	-657	-528
资本支出	492	855	1057	670	546
长期投资	-20	0	-0	-0	-0
其他投资现金流	177	49	253	13	18
筹资活动现金流	-247	-31	-419	-1362	-172
短期借款	-167	439	0	-1101	-82
长期借款	340	-99	-32	-54	-73
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-8	-30	0	0	0
其他筹资现金流	-412	-341	-387	-207	-18
现金净增加额	122	5	-1656	-466	439

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7772	7839	10190	12177	13761
营业成本	5285	5299	6797	8098	9123
营业税金及附加	53	59	75	88	100
营业费用	1194	1530	1616	1919	2174
管理费用	314	407	439	527	577
研发费用	183	191	242	264	321
财务费用	52	38	86	75	36
资产减值损失	6	1	0	0	0
其他收益	37	59	0	0	0
公允价值变动收益	1	-22	0	0	0
投资净收益	43	6	9	13	18
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	718	339	944	1219	1447
营业外收入	2	6	5	6	5
营业外支出	13	23	15	18	17
利润总额	707	322	934	1207	1435
所得税	102	50	157	201	236
净利润	605	272	777	1006	1199
少数股东损益	47	35	76	103	121
归属母公司净利润	559	238	701	903	1078
EBITDA	986	638	1345	1671	1922
EPS(元)	1.44	0.61	1.81	2.33	2.78

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	38.2	0.9	30.0	19.5	13.0
营业利润(%)	64.3	-52.7	178.1	29.1	18.8
归属于母公司净利润(%)	78.3	-57.5	195.3	28.8	19.4
获利能力					
毛利率(%)	32.0	32.4	33.3	33.5	33.7
净利率(%)	7.8	3.5	7.6	8.3	8.7
ROE(%)	17.9	7.3	17.3	18.5	18.2
ROIC(%)	13.1	5.7	13.5	17.8	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.3	58.9	39.4	24.5	20.1
净负债比率(%)	0.9	3.9	38.1	17.4	6.6
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.8	2.5
速动比率	0.7	0.7	0.3	0.2	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.2	1.7	1.8
应收账款周转率	8.0	7.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	3.4	9.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.44	0.61	1.81	2.33	2.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	2.17	-1.12	4.01	2.94
每股净资产(最新摊薄)	8.26	9.02	10.84	13.02	15.63
估值比率					
P/E	17.5	41.2	14.0	10.8	9.1
P/B	3.1	2.8	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.1	15.9	8.8	6.7	5.6

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

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，属于商业秘密材料，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9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