



# 床垫龙头：分享中国消费制造升级

合理估值区间：  
10.7-12.4 元

## 投资要点：

- 床垫产销位居全国首位
- 中国床垫行业消费、制造双升级

## 报告摘要：

- 国内规模最大的床垫生产企业。公司的主要产品为床垫，报告期内占营业收入 70%。公司床垫年生产能力超 100 万张，收入和净利润分别为 8.38 亿和 8,787 万元，旗下有“喜临门”、“法诗曼”和“SLEEMON”三大品牌，是国内规模最大的床垫生产企业。2009 年至 2011 年，公司床垫产品的产、销量连续三年位居全国同行业首位。
- 国内床垫消费市场巨大。我国 2010 年人均消费约合 30 美元，与发达国家人均消费 200 美元相比，处于较低发展水平，我国家具消费空间很大。随着我国人均可支配收入增长、城市化进程的推进、家具以旧换新的试点、房地产及酒店的发展和新婚消费都将刺激中国床垫市场消费增量。
- 突出的渠道优势。传统渠道、OEM 渠道和新兴网购渠道快速扩张。自 2011 年起，公司每年将新增店面 200 家左右，到 2015 年店面总数将从现有 742 家专卖店的基础上，增加到 1,500 家左右；OEM 业务综合毛利率保持在 30%以上的高水平，宜家、宜得利等不断扩张将推动 OEM 业务平稳增长；网络营销和直销等新兴渠道带来新的业绩增长点。
- 募集项目解决产能瓶颈，满足新增市场需求。本次拟公开发行 5,250 万股，将投资于北方家具生产线建设目、软床及配套产品生产线建设项目及信息化系统升级改造项目。募集项目投产后，床垫和软床产能相比募集前增加 45%和 200%，这将有利于公司巩固行业领军地位，扩大市场份额，解决产能瓶颈，满足新市场需求。
- 盈利预测与估值。我们预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.56 元、0.77 元、1.00 元，我们认为公司合理价值区间为 10.7-12.4 元，对应 12 年 19-22 倍 PE。

## 造纸轻工研究组

### 联系人：

曾知

电话：021-51782235

Email: zengzhi@hysec.com

### 分析师：

赵曦 (S1180511010008)

## 发行数据

A 股发行股份 (百万股)	52.50
发行后总股本	210.00

数据来源: wind

## 相关研究

- 《家具行业：内销烽烟起，品牌定乾坤》，2012-05-29

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	670	838	1041	1308	1639
净利润 (百万元)	81	88	118	162	210
每股净收益	0.38	0.42	0.56	0.77	1.00

## 目录

一、全国最大的床垫产品生产商 .....	5
(一) 全国最大的床垫产品生产商 .....	5
(二) 股权结构集中，实际控制人稳定 .....	6
二、国内床垫消费市场巨大 .....	7
(一) 子行业床垫产品的潜在需求量巨大 .....	7
(二) 国内家具行业消费基数较低，发展空间大 .....	8
(三) 新城镇居民、家具更新和新婚消费带动床垫消费刚需 .....	9
(四) 房地产市场的迅速发展刺激床垫家具消费 .....	9
(五) 政策支持提供良好市场环境 .....	10
(六) 旅游业相关产业发展 .....	11
三、行业发展趋势：向优势企业集中 .....	11
(一) 中国是家具消费的主要生产国 .....	11
(二) 行业竞争格局 .....	12
1、家具行业竞争格局 .....	13
2、床垫行业竞争格局 .....	13
四、公司竞争优势 .....	15
(一) 突出的品牌优势 .....	15
(二) 设计研发优势 .....	17
(三) 品质控制优势 .....	18
(四) 渠道优势 .....	18
1、传统渠道快速扩张 .....	18
2、OEM 业务持续增长 .....	19
3、网络营销和直销等新兴渠道带来新的业绩增长点 .....	20
五、募集项目解决产能瓶颈，满足新增市场需求 .....	21
(一) 北方家具生长线建设项目 .....	21
(二) 软床及其配套产品生产线建设项目 .....	22
(三) 信息化升级改造项目 .....	22
六、风险提示 .....	23
(一) 客户相对集中的风险 .....	23
(二) 所得税优惠政策变化的风险 .....	23
(三) 市场竞争风险 .....	24
七、盈利预测假设及结果 .....	24
(一) 核心假设 .....	24
(二) 盈利预测与估值 .....	25

## 插图

图 1: 国内市场收入比重逐步提高 .....	5
图 2: 2011 年主营业务收入产品构成.....	5
图 3: 净利润快速增长 .....	6
图 4: 净资产快速扩张 .....	6
图 5: 软床收入快速增长 .....	6
图 6: 毛利率情况 .....	6
图 7: 公司发行前股权结构图 .....	7
图 8: 中国床垫行业规模以上企业销售产值及预测 .....	8
图 9: 中国床垫行业规模以上企业销量及预测 .....	8
图 10: 我国城镇化进程 .....	9
图 11: 我国历年结婚登记数 .....	9
图 12: 家具行业零售额与房地产销售增速对比 .....	10
图 13: 保障性安居工程建设计划与进度 .....	10
图 14: 中国星级酒店床垫需求量及预测 .....	11
图 15: 中国家具行业生产总值快速增长 .....	12
图 16: 家具出口额及增速 .....	12
图 17: 家具行业零售额增速 .....	12
图 18: 家具行业微笑曲线 .....	13
图 19: 床垫: 中档型、高档型、普及型的主要品牌 .....	14
图 20: 八大品牌所占市场份额 .....	15
图 21: 各品牌内部所占份额 .....	15
图 22: 2007 年美国家具各个子行业市场集中度对比.....	15
图 23: 2010 年美国 15 大制造商市场份额高达 82.8% .....	15
图 24: 研发投入占营业收入比重 .....	18
图 25: 传统渠道快速扩张 .....	19
图 26: 公司现有营销网络情况 .....	19
图 27: OEM 业务收入占比超过四成.....	20
图 28: 较高的 OEM 床垫产品毛利率 .....	20
图 29: 淘宝商城床垫卖家第一店 .....	21
图 30: 北方地区门店数量偏少 .....	22
图 31: 床垫产能接近饱和 .....	22
图 32: 软床产能不足 .....	23

## 表格

表 1: 发行前后股权变动情况 .....	7
表 2: 各国人均家具消费量及占收入比重 .....	9
表 3: 公司主要竞争对手情况 .....	14
表 4: 品牌风格定位差异化 .....	16
表 5: 公司近五年来所获主要荣誉 .....	16
表 6: 募集项目情况 .....	21
表 7: 盈利预测假设及结果 .....	24

## 一、全国最大的床垫产品生产商

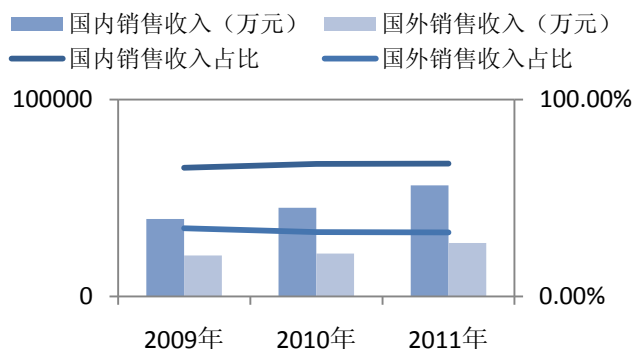
### （一）全国最大的床垫产品生产商

公司的产品分为民用家具和酒店家具，其中民用家具主要为床垫、软床及配套产品。公司旗下三大品牌“喜临门”、“法诗曼”和“SLEEMON”，“喜临门”和“法诗曼”主要应用于床垫和软床系列产品，“SLEEMON”主要应用于软床及配套家具。

报告期内床垫业务收入占公司年度营业收入的比例平均达 70% 左右。自成立以来，公司始终以“致力于人类健康睡眠”为使命，依托设计研发实力、自主品牌影响力、品质控制能力和营销网络优势不断强化综合竞争力。公司床垫年生产能力已超 100 万张，是国内规模最大的床垫生产企业。2009 年至 2011 年，公司床垫产品的产、销量连续三年位居全国同行业首位。

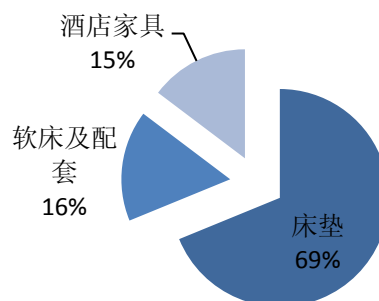
2009 年度、2010 年度和 2011 年度，公司民用家具业务实现收入分别为 52,171.59 万元、58,670.30 万元和 71,297.23 万元，最近三年年复合增长率为 16.90%。其中，床垫类产品是公司的主力产品，报告期内占主营业务收入的比例在 70% 左右；软床及配套产品自 2007 年推出以来增长迅速。2009 年度、2010 年度和 2011 年度，公司实现净利润依次为 7,038.83 万元、8,056.90 万元和 8,787.06 万元，最近三年年复合增长率为 11.73%。国内市场是公司的主要销售市场，其占比在报告期内呈逐年上升的趋势，随着公司国内营销网络覆盖面的不断扩张，国内市场的收入比重继续提高。

图 1：国内市场收入比重逐步提高



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 2：2011 年主营业务收入产品构成



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 3：净利润快速增长

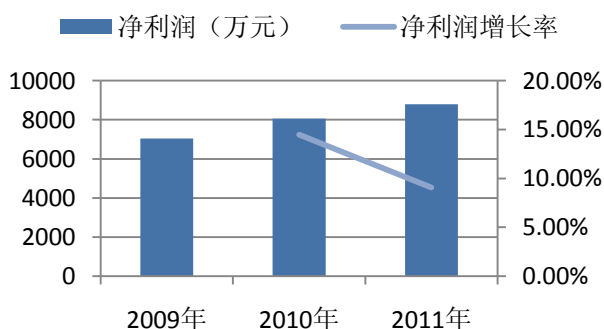
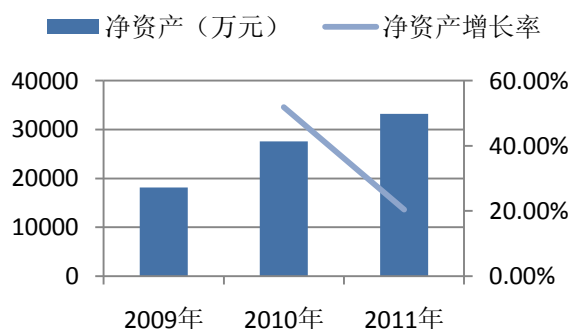
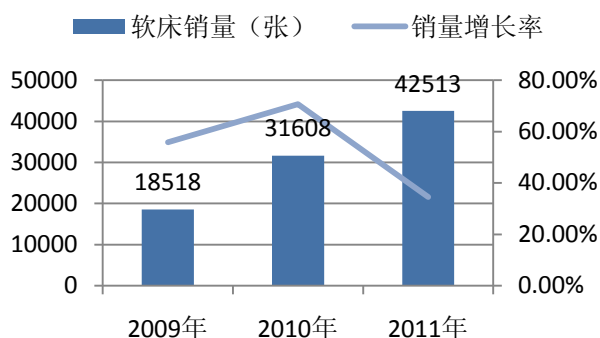


图 4：净资产快速扩张



资料来源：招股说明书，宏源证券

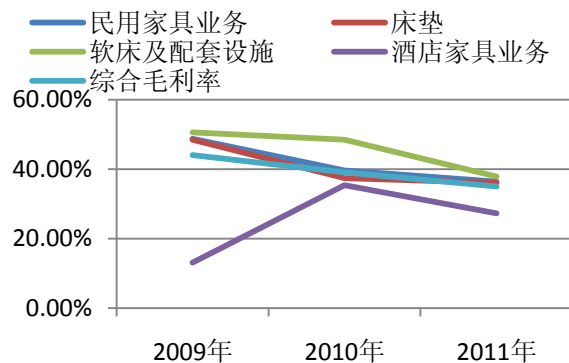
图 5：软床收入快速增长



资料来源：招股说明书，宏源证券

资料来源：招股说明书，宏源证券

图 6：毛利率情况



资料来源：招股说明书，宏源证券

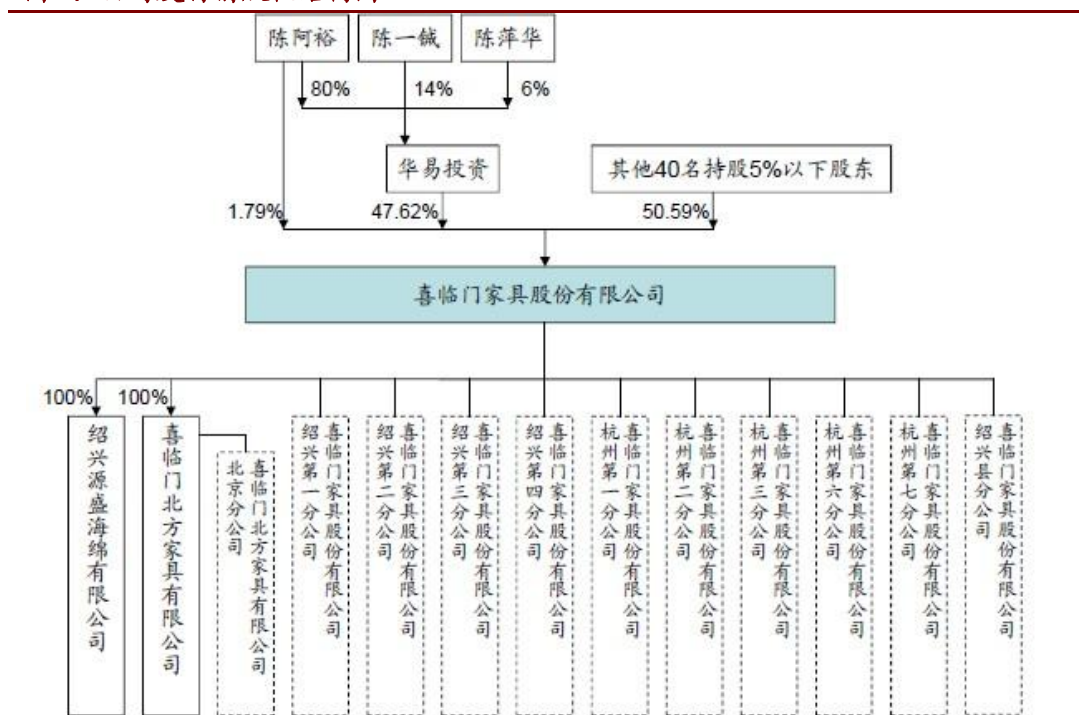
## （二）股权结构集中，实际控制人稳定

截至本招股说明书签署日，陈阿裕除直接持有发行人 1.79% 的股份，通过华易投资间接控制发行人 47.62% 的股份，合计直接间接控制发行人 49.41% 的股份，陈阿裕为公司的实际控制人。本次发行前公司总股本为 15,750 万股，本次拟发行 5,250 万股，发行后总股本 21,000 万股。预计本次发行后，陈阿裕将控制公司 37.06% 的股份，仍处于控股地位。

表 1：发行前后股权变动情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	占比	持股数（万股）	占比
华易投资	7,500	47.62%	7,500	35.71%
广州宏德	750	4.76%	750	3.57%
金石投资	750	4.76%	750	3.57%
李伟	750	4.76%	750	3.57%
其他	6,000	38.10%	6,000	28.57%
本次发行	-	-	5,250	25.00%
合计	15,750	100%	21,000	100.00%

资料来源：招股说明书，宏源证券

**图 7：公司发行前股权结构图**


资料来源：招股说明书，宏源证券

## 二、国内床垫消费市场巨大

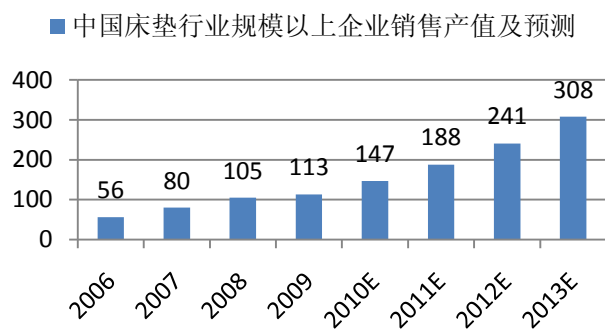
### （一）子行业床垫产品的潜在需求量巨大

我国是拥有 13 亿人口的大国,床垫是人们的生活必需品,人有 1/2 的人生在床上度过,床垫对生活质量起着至关重要的作用。随着中国传统大众“硬床板”观念的逐渐淡薄,弹簧床垫、乳胶床垫等的市场会越来越广。

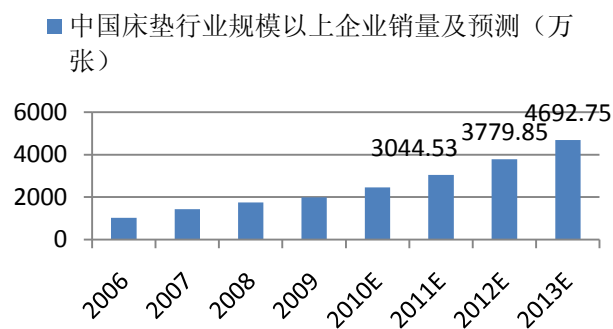
其次,国民生活品质提高而形成的消费升级需求,生活水平的提高促使人们对睡眠环境、床垫质量和外观等感性要求也越来越多,床垫生产技术的更新换代满足了各种人群的需要,从而加快了床垫的更换频率。美国人一直是把床垫当成易耗品,更换期较短;而在国内,床垫一直是更换期 10 年左右的耐用品。但这一消费习惯正随着国人生活水平的富足而转变,国内床垫市场空间日趋增大。

另外,商品房的交易量和交易面积都会刺激床垫的购置需求。人们对住房的刚性需求在相当长的时间内不会饱满,床垫市场的规模必会随着房地产交易的繁荣而持续扩大。预计未来几年,我国床垫需求量仍然会持续上升,到 2013 年我国床垫行业规模以上企业的工业销售产值将达到 308 亿元。



**图 8：中国床垫行业规模以上企业销售产值及预测**


资料来源：中国家具协会，宏源证券

**图 9：中国床垫行业规模以上企业销量及预测**


资料来源：中国家具协会，宏源证券

## （二）国内家具行业消费基数低，发展空间大

2010 年，泰国家具消费占比为 0.71%，印度家具消费占比为 1.87%，韩国家具消费占比为 0.82%，我国 2010 年家具消费占比为 0.70%。由此可以看出，与发展中国家泰国、印度和中等发达国家韩国相比，我国家具消费占比处于较低水平。

与发达国家（如日本、美国、德国）相比，虽然家具消费占比并不低，但是我国人均家具消费量远低于发达国家。2008 年，美国人均年消费家具 236 美元、德国人均年消费家具 371 美元，日本人均年消费家具 255 美元，我国 2010 年人均消费约合 30 美元，处于较低发展水平，我国家具消费空间很大。随着我国人均可支配收入增长，城市化进程的加快，将刺激中国家具市场消费增量，人均家具消费也将同步增长。

家具消费主要受到经济水平、消费习惯、自然环境、房屋居住条件等影响，我国有重视家庭和购置房屋的传统，家居床垫布置随着人民生活水平的提高有很强的刚性需求和增长动力。

**表 2：各国人均家具消费量及占收入比重**

国家	人均家具消费量	人均国民收入	家具消费占比（%）
美国	236	47580	0.50
德国	371	42440	0.85
日本	255	38210	0.67
韩国	164	19890	0.82
泰国	30	4210	0.71
印度	25	1340	1.87
中国	30	4260	0.70

注：美、德、日为 2008 年数据，其他为 2010 年数据，单位全部为美元

资料来源：Bloomberg，宏源证券研究所整理

## （三）新城镇居民、家具更新和新婚消费带动床垫消费刚需

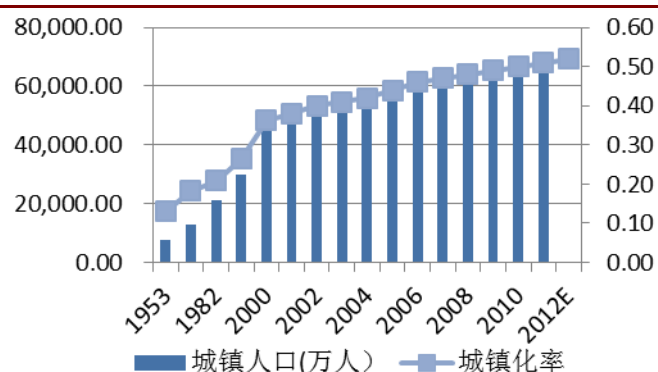
我国城市化率在 2011 年首次突破 50%，标志着我国城镇居民数超过农村居民，从发达国家经验来看，城镇化率在 80% 左右，而一些老牌资本主义国家如英国的城镇化率在 90%



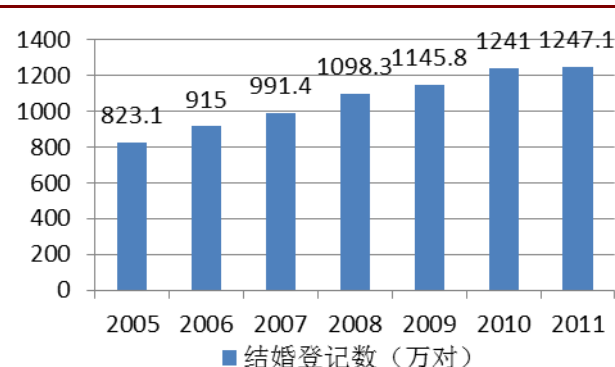
的水平。学者研究认为，一个国家在城镇化水平达到 70% 以后，城镇化进程开始放缓，我国预计在 2050 年达到 70% 的水平。由此可见，近十年城镇化进程的持续前进不断创造出新城市人，这一人群在生活方式上经历转型，将持续拉动床垫消费。

全国第五次人口普查数据显示，我国大陆 31 个省、自治区、直辖市共有家庭 34,837 万户。按照每十年更换一次床垫计算，相当于每年有 3,483 万户更新床垫；如按照每户平均 1,000 元保守计算，每年更新床垫消费总额可达到约 348 亿元。

此外，我国 13 亿人口中，每年有约 2,000 万人进入婚育年龄，这 2,000 万人组建 1,000 万个家庭，那么每年的床垫需求为 2,000 万张，如果按单价 700 元保守计算，每年的床垫消费总额为 140 亿元。随着新建家庭和人口的增长，床垫家具消费将会继续增长。

**图 10：我国城镇化进程**


资料来源：国家统计局，宏源证券

**图 11：我国历年结婚登记数**


资料来源：民政局，宏源证券

#### （四）房地产市场的迅速发展刺激床垫家具消费

伴随着城市化建设的推进，我国城镇住宅面积一直保持稳定的增长势头。根据国家统计局的数据，2001 年至 2010 年间我国房地产开发企业商品房销售面积从 2.24 亿平方米增至 10.43 亿平方米，年复合增长率为 18.64%。以此保守估算，假设商品房每年销售 10 亿平方米，迁新居用户中有 40% 购买新家具，每平方米商品房摊销家具消费 100 元，那么，我国每年的商品房销售将至少带动 400 亿元的家具消费，子行业床垫行业也将获得极大发展。如果考虑到存量住宅带来的二次装修、家具等家居用品的销售，市场容量将进一步提高，床垫产业具有广阔的发展前景。

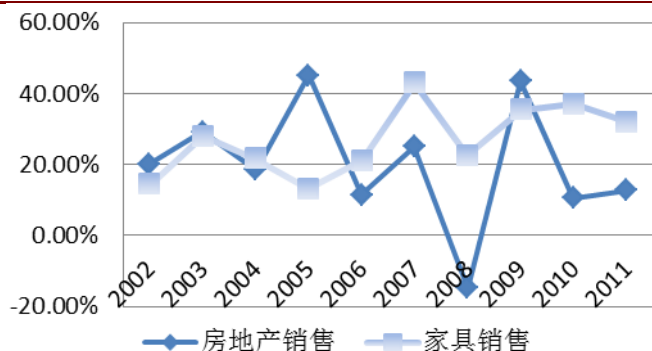
从下图趋势上来看，家具销售大概滞后房地产销售一年半至两年，这与新房交付、装修需要时间有关。我国自 09 年底实施的房地产限价限购调控政策，今年 1 月以后未继续出台全国性更加严厉的政策，房价已逐渐趋稳，自主性住房的刚性需求将重新启动。今年以来刚需成为市场回暖的中坚力量，经过测算，十二五期间每年商品住宅的潜在刚需基本在 1000 多万套，潜在刚需依然强大，诸多调控因素仅仅使得需求延迟释放，从长远来看并不压缩需求。同时婴儿潮和持续的城镇化带来的潜在刚需更为庞大。

此外，保障房建设计划 2011 年建设 1000 万套，各地区要求优先保障该项目拿地，实施力度大。保障房将中和对投资性房地产的抑制效应，保证房产交易拉动的家具购置需求。

最新报道来看，受房地产调控政策进入稳定期、春季装修需求较大等因素影响，家具、建材等商品需求出现好转。今年 2 月份，商务部监测的 3000 家重点零售企业中，家具、建筑及装潢材料销售额分别增长 2.7% 和 11.2%，分别比 1 月份加快 2.0 和 16.4 个百分点。

点，居住类商品销售好转。

图 12: 家具行业零售额与房地产销售增速对比



资料来源: 全国商业信息中心, 宏源证券

图 13: 保障性安居工程建设计划与进度

年份↕	建设计划:保障性安居工程 (万套) ↕	实际执行:保障性安居工程 (万套) ↕
2009↕	387↕	333↕
2010↕	580↕	590↕
2011↕	1,000↕	↕

资料来源: wind, 宏源证券

## (五) 政策支持提供良好市场环境

2009 年 5 月 18 日, 国务院办公厅下发《轻工业调整和振兴规划》, 强调以食品、家具、玩具和装饰装修等涉及人民群众身体健康的行业为重点, 加强质量管理, 完善标准和检查体系, 打击制售假冒伪劣产品的违法行为, 保障产品使用和食用安全; 并呼吁加强自主品牌建设, 加大宣传力度以增强企业和全社会保护自主知名品牌的意识和责任感。同时, 将促进国内消费、稳定国内外市场作为轻工业振兴的主要任务。该规划的出台一方面将大大刺激家具市场的消费需求, 另一方将有利于遏制家具行业模仿之风, 保护民族品牌家具企业的信誉和成果, 激发家具产品设计研发的活力。

2012 年 1 月 19 日, 工业和信息化部发布了《轻工业“十二五”发展规划》, 明确将“提高智能化家电、健康环保家具、安全清洁燃气具等耐用消费品的供给能力”作为十二五期间的重点任务, 该规划为家具行业的未来发展指明了方向, 也有利于引导家具行业形成规范有序的竞争环境。

2012 年 3 月 15 日, 商务部新闻发言人沈丹阳 15 日在新闻发布会上透露, 商务部积极支持地方进行家具以旧换新的试点, 试点好的话, 可以在全国推广。有业内人士向记者透露, 家具以旧换新政策将于今年 7 月出台, 此举将拉动家具行业千亿元的规模。

另外, 随着国家三农政策的落实, 和谐社会的构建, 农村人口生活质量得到明显改善, 农村人口的家具消费能力大大增强。因此, 城市化进程的加快和农村收入水平的不断提高, 将推动国内消费市场需求进一步扩大。

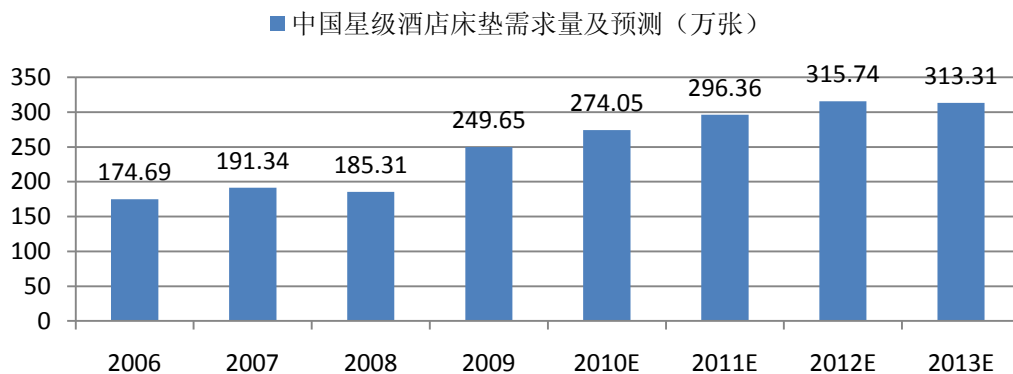
## (六) 旅游业相关产业发展

星级酒店建设利好家具消费。近年来随着人们生活水平的提高, 旅游逐渐成为一种新的生活方式和消费方式。旅游业的兴旺发展直接带动了酒店数量的快速增长, 对酒店产品的市场需求也日益膨胀, 从而为室内布置和家具行业提供了广阔的需求空间。

据统计, 目前我国拥有星级酒店 16000 家, 其中星级酒店 463 家、四星级酒店 2000 家左右, 整个中国各类酒店、宾馆等接待设施的总量为 30 万家左右。有关专家预测, 到 2015 年中国的高星级酒店将新增一倍, 整个酒店行业将新增 20 万家宾馆等接待设施。

步入高速发展阶段的酒店业建设将成为家具床垫增长的又一有力支撑。

图 14: 中国星级酒店床垫需求量及预测



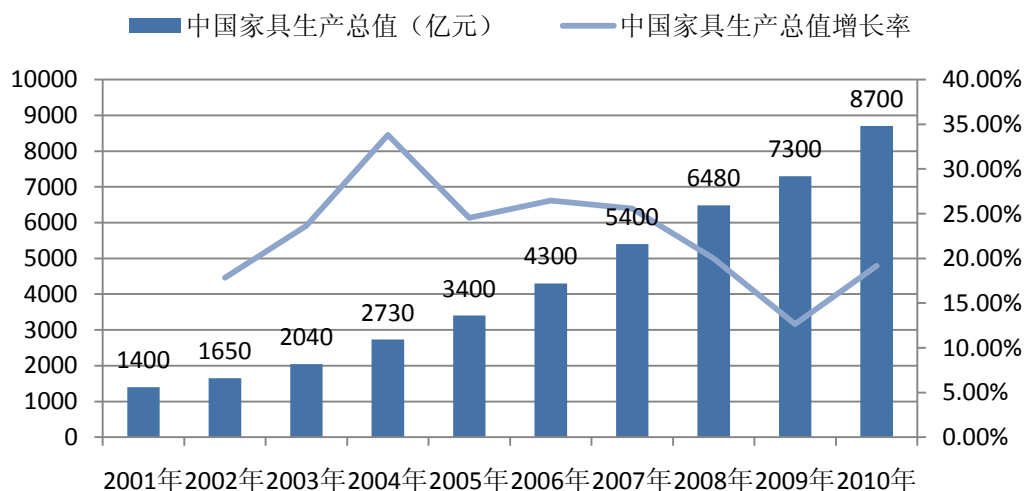
资料来源：《中国旅游业统计公告》，宏源证券

## 二、行业发展趋势：向优势企业集中

### （一）中国是家具消费的主要生产国

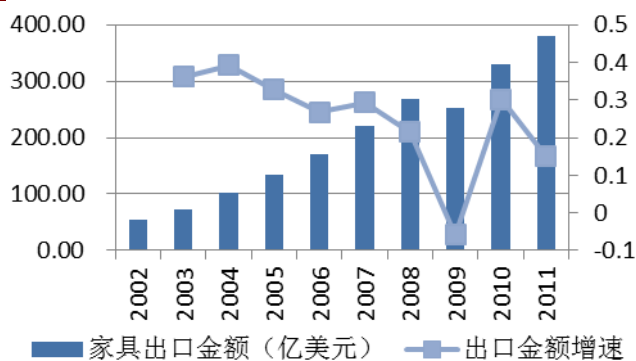
中国家具行业经过近 20 年的高速发展已成为世界上最大的生产制造及出口国，保持着年 20% 以上的增长速度。中国家具业已经历了从传统手工业向现代工业的转变，成为支撑国民经济、丰富国民生活的重要产业。中国家具协会公布的数据显示，2010 年，家具行业规模以上企业累计完成工业总产值 4487.65 亿元，同比增长 32.43%，全行业完成工业总产值 8700 亿元，同比增长 19.18%。同年，家具行业累计出口 337.24 亿美元，同比增长 29.95%。借助“十一五规划”的推动，中国家具行业迎来了高速增长的时期，预计“十二五”期间，家具行业的生产将保持 15% 左右的年均增速。

图 15: 中国家具行业生产总值快速增长

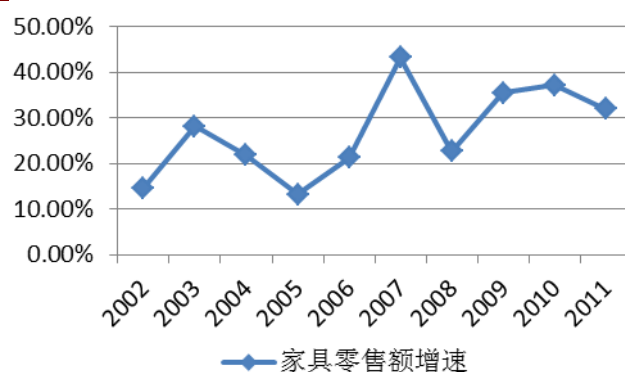


资料来源：根据中国家具协会资料整理，宏源证券

随着中国经济的持续快速发展,人均收入水平不断提高,人们对居住、工作环境的要求也越来越高,促进家具消费市场日益繁荣。2011 年家具零售额达到 1200 亿元,近三年增速稳定在 30%以上,2011 年房地产调控有所减速。2012 年一季度家具零售额同比增长 32.8%,增速比去年同期放缓 4.4 个百分点,由于今年春节较早,春节长假使得一季度销售受到一定影响,但是增速仍快于 2011 年全年水平,家具消费回暖迹象明确。多重利好因素刺激内需增长,短期房产调控等波动不改长期上升趋势。

**图 16: 家具出口额及增速**


资料来源: 国家统计局, 宏源证券

**图 17: 家具行业零售额增速**


资料来源: 全国商业信息中心, 宏源证券

## (二) 行业竞争格局

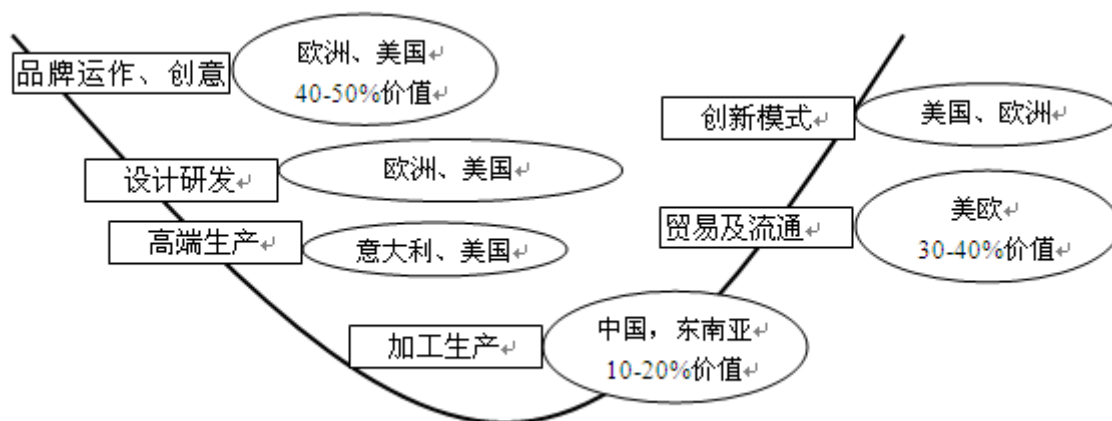
### 1、家具行业竞争格局

近年来,在成本和消费两因素的双重作用下,全球家具产业链的分工也越来越明显。宜家公司、宜得利公司(指 NITORI CO., LTD.)等著名家居品牌商,凭借其覆盖全球的渠道优势在全球范围内寻找优质供应商并形成稳定的战略联盟,通过不断提高品牌策划能力、设计研发能力和营销网络管理能力来体现自身的差异化,进而在激烈的竞争中逐步扩大市场份额、保持领先优势。

从制造环节来看,全球家具行业的生产主体持续向具有加工比较优势的中国、波兰、印度尼西亚等发展中国家集聚。我国拥有良好的原材料资源和充足的劳动力资源,通过引入外资和自我发展积累,我国家具制造企业已在全球化家具制造业的竞争中处于领先地位。

家具行业属于劳动密集型产业,从下图表可以看到,企业类型外商投资占比最高,改革开放之初,我国吸引了大批欧美厂商在内地投资建厂,主要是看中了国内巨大的劳动力市场和相对低廉的劳动力价格。长期的代工经验,使得我国家具行业形成大批具备优秀加工能力的厂商和技工,但是设计人才方面却极度缺乏。我国大小家具生产企业 5 万家,设计师却不足 500 人,业内尚未形成一家具有自主知名品牌的出口企业。在家具设计方面,基本上无自主设计能力,主要是贴牌生产或者互相抄袭。

图 18: 家具行业微笑曲线



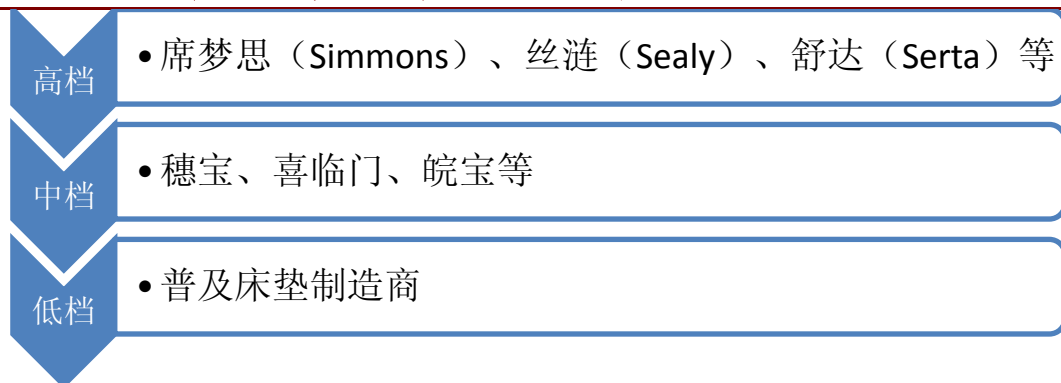
资料来源：宏源证券

因此，我国家具在价格方面完全不具备竞争力。提价幅度刚好能覆盖原材料成本上涨，毛利率一直低位运行。解决这一现象的根本在于提升我国家具的设计能力，建立知名的品牌。

## 2、床垫行业竞争格局

从全球范围而言，发达国家床垫市场发展较为成熟，百年老店如席梦思（Simmons）、丝涟（Sealy）、舒达（Serta）、Tempur Pedic 等占据着国外主流场。国外床垫企业凭借品牌影响力占据高端市场，但市场份额并不大，如；我国本土床垫企业两极分化较为明显，小型床垫企业多集中于低端市场，低档产品产能过剩且同质化现象严重，而具有品牌、渠道和规模优势的床垫企业则主要竞争于中高端市场。随着生活水平的提高，人们对床垫品质的要求也逐渐提高；未来，品牌、质量、营销和服务等非价格竞争因素在中高档产品竞争中的重要性逐渐显现。

图 19: 床垫：中档型、高档型、普及型的主要品牌



资料来源：宏源证券

目前国内床垫销售的国内与国际品牌众多，市场格局分散，行业集中较低。床垫重点供应区域主要集中在华东地区、华北地区和中南地区，其中华东地区主要以浙江、江苏的供应为主，华北主要以河北、山东地区的供给为主，中南地区主要以湖南、湖北和广东的供给为主。

根据中国家具协会的证明，2009 年至 2011 年，公司床垫产、销量均居全国同行业首位。根据《中国家具》（2011 年 2 月）公布的数据：2009 年，本公司、穗宝集团、烟台吉



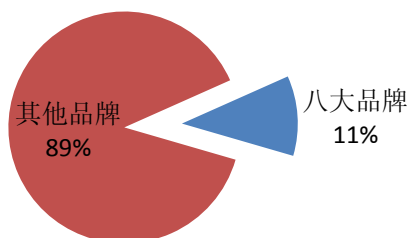
斯家具集团有限公司、慕思寝室用品有限公司、湖南省晚安家居实业有限公司、合肥皖宝集团、浙江花为媒集团有限公司、上海斯林百兰软家具有限公司八大床垫品牌企业的床垫工业销售产值合计约 12.61 亿元，占全国规模以上床垫企业工业销售总产值的 11.16%；其中，喜临门占比约为 3.98%，位居行业第一。

**表 3: 公司主要竞争对手情况**

品牌	产品种类	品牌构成	消费群定位	优势区域
喜临门	床垫、软床及配套家具	“喜临门”、“法诗曼”和“SLEEMON”	中高端	华中、华东地区
穗宝集团（广州市）	床垫、配套家具、床上用品及其室内配套装修	“穗宝”	中高端	华北地区的主要竞争对手
上海斯林百兰软家具	床垫、套床、睡枕、睡褥、沙发	“斯林百兰”、“富豪”、“星达奈”	中高端	华东地区的主要竞争对手
合肥皖宝集团	床垫和床具	皖宝”牌	中高端	华东地区的主要竞争对手
烟台吉斯家具	沙发、床垫	“吉斯”、“伊文斯”、“辛西娅”	中高端	华北地区的主要竞争对手
湖南省晚安家居	床垫、床上用品、软床、沙发、实木家具	“晚安”牌	中高端	华中地区的主要竞争对手

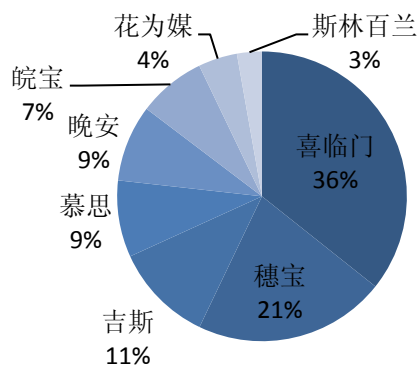
资料来源：招股说明书，宏源证券

**图 20: 八大品牌所占市场份额**



资料来源：中国家具，宏源证券

**图 21: 各品牌内部所占份额**



资料来源：中国家具，宏源证券

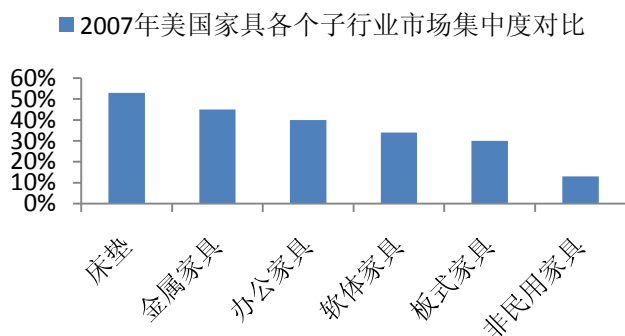
发达国家床垫行业集中度较高，2010 年，美国 15 大床垫制造商占据 82.8% 的市场份额，其中前四大生产商占据 61.6% 的市场份额，有席梦思（Simmons）、丝涟（Sealy）、舒达（Serta）、Tempur Pedic 等品牌巨头。2010 年，丝涟的营业收入达到 12.3 亿美元，营业利润 8360 万美元，在美国市场占据 19% 的市场份额；在全球拥有 7000 家网点和 3000 个经销商，是全球最大的床垫制造商。

中国床垫行业 2009 年前八大企业市场占有率为 11.6%（09 年，美国 15 大床垫制造商占据 80.5% 的市场份额，前四大生产商占据 59% 的市场份额），行业集中度较低。中国已出现喜临门、皖宝、穗宝等床垫行业品牌龙头，我们认为随着国内床垫行业的竞争发展，床垫行业会加速规模化和品牌化，行业集中度呈逐步提升趋势。

随着城乡居民收入水平的不断提高和家具更新换代节奏的加快，“品牌消费理念”逐渐深入人心，品牌效应逐渐显现，购买力进一步向名优品牌集中。2005 年 9 月，隶属国家质检总局的中国品牌推进委员会评出喜临门、穗宝、凤阳、花为媒、联乐 5 家首批中

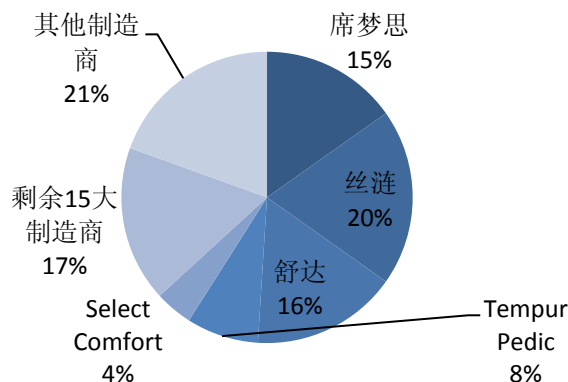
国名牌床垫产品，预示着床垫企业竞争要素的改变。致力于自主品牌建设、树立良好的品牌形象逐渐成为家具企业决胜市场的法宝。大企业的战略重点将集中在产品研发、品牌包装等上面，竞争力将更加突出；品牌形象差、技术及资金实力有限的企业将在竞争中愈发处于劣势地位。

图 22：2007 年美国家具各个子行业市场集中度对比



资料来源：美国国家统计局，宏源证券

图 23：美国 15 大制造商市场份额高达 82.8%



资料来源：今日家具，宏源证券

## 四、公司竞争优势

多年以来，公司一直以“科技改善人类睡眠”为诉求，专注于应用人体工学、睡眠科学改进生产工艺和产品品质。公司的竞争优势在于依托设计研发实力和品质控制能力实现产品的差异化和产业化，并依赖较强品牌知名度和较为完善的营销网络将产品推广到市场，在传递科学睡眠价值理念的同时实现自身成长。

### （一）突出的品牌优势

公司一直坚持致力于打造具有中国文化内涵和国际影响力的自主床垫品牌。公司主打品牌“喜临门”很好的迎合了国人看重喜庆、吉利的传统心理，早在 1994 年就获得“绍兴市著名商标”、“浙江省著名商标”等殊荣，成为江浙一带的名牌；目前已经成为中国床垫行业的标志性品牌。

“喜临门”、“法诗曼”和“SLEEMON”为公司产品的三大品牌，“喜临门”和“法诗曼”主要应用于床垫和软床系列产品，“SLEEMON”主要应用于软床及配套家具。公司将产品定位于中高端市场，并制定了以产品材料质地、科技含量为基础，大众消费能力为划分标准的“金字塔式”的品牌拓展战略。“法诗曼”产品相对集中在中等价格区间；“喜临门”产品相对集中在中、高等价格区间；“SLEEMON”相对集中在高等区间。“法诗曼”、“SLEEMON”两大品牌，与“喜临门”组成金字塔式的品牌阵营，差异化的品牌定位逐渐使公司成为床垫行业的品牌领跑者。公司也是国内床垫行业内第一家加入国际睡床组织联盟（ISPA）的企业，国际化的平台更丰富了公司的品牌内涵。

在产品推广时，公司十分注重将健康睡眠的理念注入品牌形象中，率先以“科技创造新睡眠”、“美丽是睡出来的”等口号作为品牌的宣传语，紧跟大众偏好，赢得了消费者的广泛认可。未来 3 至 5 年，随着公司营销网点的增多，公司的品牌优势会更加明显。

另外，公司的家具产品在业界也享有较高的知名度。公司产品已被希尔顿、万豪、雷迪



森、喜来登等百余家星级酒店及人民大会堂、国家大剧院、钓鱼台国宾馆等国字号单位所采用，这也充分印证了公司强大的品牌魅力。

**表 4：品牌风格定位差异化**

品牌	品牌风格	目标客户	价格定位
喜临门	传统、喜庆、高贵、典雅	喜爱中国元素、传统文化的人群，如婚嫁、搬迁新居人群	中高
法诗漫	时尚、年轻、活力、浪漫	追求时尚、浪漫人群，如广大年轻人	中
SLEEMON	新潮、豪华	追求品味、个性生活，具有高端消费能力的人群	高

资料来源：招股说明书，宏源证券

**表 5：公司近五年来所获主要荣誉**

年度	所获奖项	颁发或评定单位
2007 年	产品质量免检证书	国家质量监督检验检疫总局
2008 年	浙江省知名商号	浙江省行政管理局
2008 年	中国民营企业国际竞争力 50 强	中国民营企业峰会组委会、中国社会科学院民营经济研究中心
2008 年	浙江出口名牌	浙江省对外贸易经济合作厅
2009 年	中国十大床垫品牌	中国时尚品牌协会、羊城晚报报业集团、新浪网、经济日报社购物导报、搜狐网
2010 年	2009 年中国最具影响力品牌	中国品牌营销学会、中国时尚品牌协会、消费日报社购物导报、搜狐网
2010 年	浙江商专利示范企业	浙江省知识产权局、浙江省经济和信息化委员会
2010 年	2010 年中国家具十佳床垫品牌	中国家具行业年度总评榜组委会、购物导报家具导刊、家具主流杂志、搜房网、搜狐网
2010 年	全国家具标准化工作先进集体	全国家具标准化技术委员会
2011 年	2011 年十大床垫品牌	搜狐网、搜狐家居
2011 年	2011 年中国家具十大床垫品牌	中国家具行业年度总评榜组委会、购物导报家具导刊、家具主流杂志、华东家具杂志、新浪家居
2011 年	2011 年度中国家居最具影响力家具品牌	搜房网、家天下、2011 年第七届中国家居发展年度年会组委会

资料来源：招股说明书，宏源证券

## （二）设计研发优势

扎实的设计研发实力是公司最核心的竞争力，体现在以下几点：

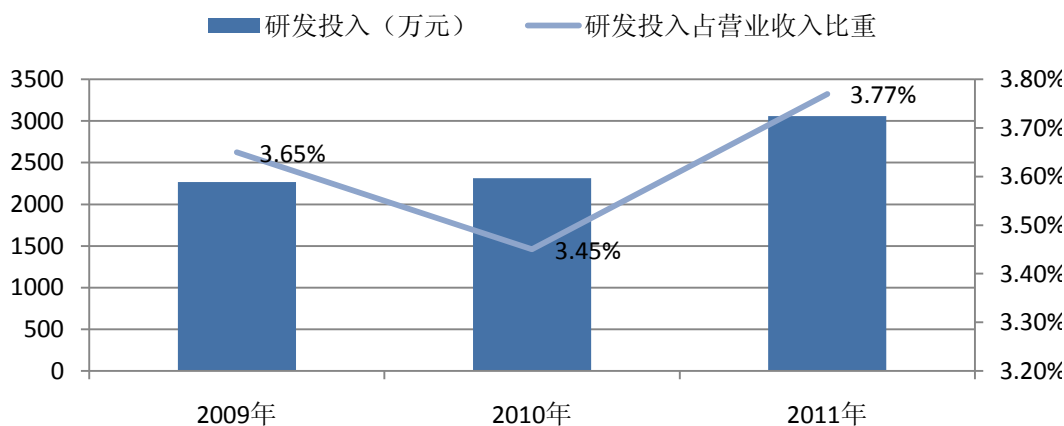
➢ 一流的研发设施。公司是床垫行业内第一家“国家火炬计划重点高新技术企业”，拥有业内唯一的“省级高新技术企业研究开发中心”。研发中心覆盖了设计、新品开发、品质复核、成品检测等各个环节，并配有区域性的权威检测中心，检测设备均达到国内领先水平。

► 专业的研发团队。公司拥有一支 70 多人的专业设计研发团队，包括多位在产品技术应用和睡眠科学研究等领域颇具影响力的专家。公司的多位技术顾问均为睡眠康复研究领域的专家，他们对如何将睡眠科学的研究成果应用到床垫产品开发之中有着广泛而深刻的认识，是公司研发实践与科学界之间重要的连接桥梁，为公司的产品研发提供了宝贵的技术指导。公司还与中国科学院、清华大学（美术学院）、中国美术学院等建立了长期的战略合作关系。

► 高效的研发机制。为保持公司的技术领先优势，公司经过不断的探索已形成了一套行之有效的技术创新机制，例如强调基础研究和应用研发并进的指导思想和以研究课题或研发项目为基础的管理模式等。为鼓励员工大胆创新设计，公司制定了针对性的研发激励机制，对成绩突出的、成功申请专利的研发人员予以奖励。

► 丰硕的研发成果。公司是国内床垫行业内的唯一一家省级专利示范企业，每年保证至少 4 个新品研发项目，截至本招股说明书签署日，共获得 34 专利，其中“弹簧垫热处理方法”和“一种清凉型软硬两用席梦思床垫”为国家发明专利。

**图 24：研发投入占营业收入比重**



资料来源：招股说明书，宏源证券

### （三）品质控制优势

公司具有显著的品质控制优势，具体体现在以下方面：

► 完善的质量控制体系。公司制定了一套涵盖 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和 OHSAS18000 职业健康安全管理体系“三合一”的综合质量管理体系，并通过一系列制度将质量控制细化贯穿到每个生产环节。

► 国际化的质量控制手段。公司于 2002 年取得世界知名家居品牌商宜家公司合格供应商资格，并成为其在亚太地区的唯一一家主力床垫供应商。在产品质量控制上，公司是宜家公司在国内所有产品供应商中质量控制级别等级最高的企业之一。

► 行业标准的主要起草单位。公司先后作为第一起草单位参与起草了国家标准《木制宾馆家具（QB/T2603-2003）》和《软体家具弹簧软床垫（QB1952.2-2004）》，并参与修订了国家标准《软体家具床垫和沙发抗引燃特性的评定第 1 部分：阴燃的香烟（GB 17927.1-2011）》和《软体家具床垫和沙发抗引燃特性的评定第 2 部分：模拟火柴火焰

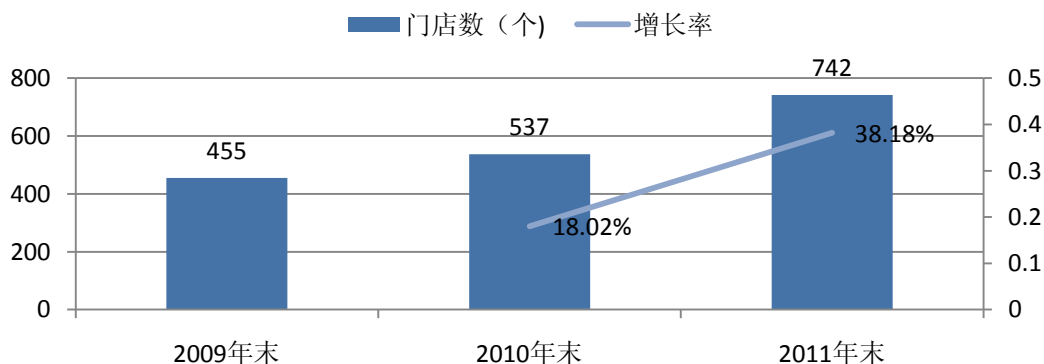
(GB 17927.2-2011)》。目前公司正在参与起草和修订 3 项国家及行业标准。

## (四) 渠道优势

### 1、传统渠道快速扩张

自有品牌模式销售是公司业绩增长的重要驱动因素。2011 年，公司将“拓展”作为营销管理的重点。在着重通过细化销售政策、增加推广活动等方式推进“拓展新区域、拓展新门店、拓展新客户”的同时，公司还将进一步加大“店面精致化”和“导购员培训”的力度，以同步提高销售门店的终端竞争力。报告期内，公司门店开设情况如下：根据公司的发展规划，自 2011 年起，公司每年将新增店面 200 家左右，到 2015 年店面总数将从现有 742 家专卖店的基础上，增加到 1,500 家左右。

图 25：传统渠道快速扩张



资料来源：招股说明书 宏源证券

公司在多年的市场营销实践中，以加盟为主、直营为辅的销售模式进行渠道开拓，逐步形成了以东部区域重要城市为根据地，以各大直辖市、省会城市、计划单列市为中心，辐射各地市城市和经济发达的县级城市的营销网络体系。

另外，随着与红星美凯龙、居然之家等大型家具卖场之间长期战略合作关系的陆续确立，公司对销售终端的控制力逐渐加强，这为公司加快拓展国内高端市场的战略奠定了基础。为了配合公司发展战略，公司将在现有营销网络的基础上，继续增加直辖市、省会城市、沿海经济发达地区等一级城市和二级城市的布点，同时展开三级城市的网点铺设，进一步拓展营销网络的覆盖范围，强化公司的竞争优势。

图 26: 公司现有营销网络情况



资料来源: 招股说明书 宏源证券

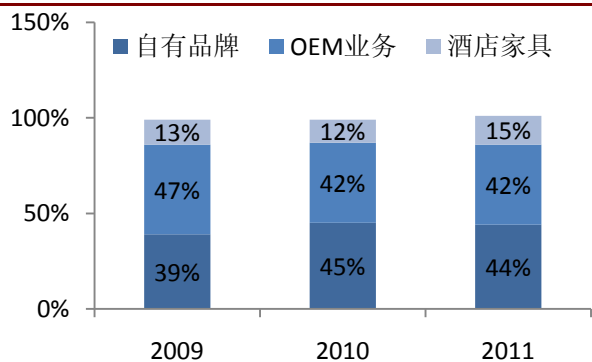
## 2、OEM 业务持续增长

OEM 业务是公司稳定的收入来源,是重要的业务构成部分。以 OEM 方式实现的收入依次为 28,505.68 万元、28,245.93 万元和 34,821.24 万元,其占公司主营业务收入的比  
例平均为 43.76%。综合毛利率保持在 30-40%较高水平。公司国外销售业务主要是对宜  
家公司、宜得利公司等客户的 OEM 业务,最终产品的销售区域主要集中在日本、澳大利  
亚等亚太地区国家。2009 年以来,亚太地区国家逐渐走出金融危机的阴影,本公司顺  
势加大了与上述客户的合作力度,公司出口业务由此实现了稳定增长。

目前公司为宜家公司提供的床垫有 300 多种,是宜家公司全球床垫供应商中唯一一家全  
品类的供应商。同时,宜家公司也关注到其在中国市场销售收入持续增长的态势,基于  
国内良好的市场前景,已开始与公司共同合作研发适应中国消费市场的新品。

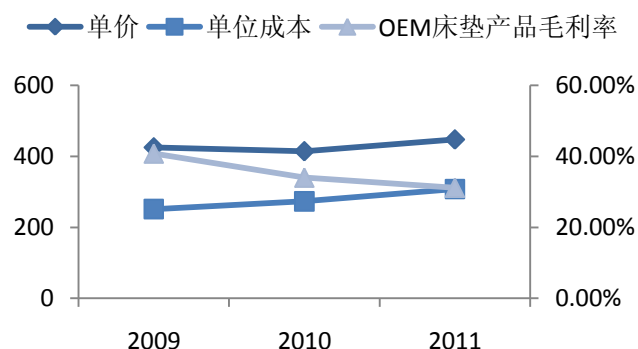
报告期内,公司向宜家公司的销售占 OEM 销售收入的比例为 83.38%,伴随着宜家在中国的  
扩张, OEM 业务将实现稳步增长。宜家在进入中国 15 年中,共开出了 8 家店,平均  
两年才开出一家店。接下来,宜家将加快开店速度,预计到 2015 年宜家在中国将有 18  
家商场。2011 年,宜家中国销售额超过 49 亿元人民币,比去年同期增长 20%;超过 3100  
万名消费者访问过宜家商场,同比增长 20%;宜家会员总数突破 559 万;网站访问超过  
1 千 9 百万次,比去年增长 23.3%。宜家在亚太地区的扩张步伐也将加快,2015 年宜家  
的门店数将由现在的 28 家增加到 48 家。

图 27: OEM 业务收入占比超过四成



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 28: 较高的 OEM 床垫产品毛利率



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

### 3、网络营销和直销等新兴渠道带来新的业绩增长点

网络营销: 近年来, 随着互联网的不断发达, 网络营销逐渐成为一种新颖的销售模式, 被越来越多的商家所接受。公司于 2010 年开始尝试通过淘宝商城销售床垫产品, 11 年实现约 1000 万的网销收入, 增长率为 80%左右, 稳居淘宝商城床垫卖家第一店。未来公司将加大网络营销的推广力度, 预计收入在未来三年内实现 60-80%增长率。

直销: 公司加大了对集团客户 (目前主要是酒店客户) 的销售。结合公司多年开展酒店家具业务优势, 公司按照酒店客户对床垫的需求制作专供酒店使用的床垫。2011 年, 公司向酒店客户销售床垫产品实现收入 2, 319. 97 万元。酒店床垫业务过去几年保持着 100% 的增长率, 未来公司将加大酒店客户等集团客户的直销渠道拓展, 预计未来酒店床垫业务继续保持着 50%以上的增长率。

图 29: 淘宝商城床垫卖家第一店



资料来源: 公司网站, 宏源证券



## 五、募集项目解决产能瓶颈，满足新增市场需求

根据公司董事会第一届第十一次会议及公司 2010 年度股东大会批准，公司本次拟公开发行 5,250 万股 A 股，本次发行的募集资金总额将视询价确定的发行价格确定。发行募集资金扣除发行费用后，将投资于北方家具生产线建设项目、软床及配套产品生产线建设项目及信息化系统升级改造项目。

**表 6：募集项目情况**

序号	募集资金投资项目	拟投入募集资金 金额（万元）	投资计划（万元）			建设期
			第一年	第二年	第三年	
1	北方家具生产线建设项目	27,565.11	12,809.13	14,755.99	—	24 个月
2	软床及配套产品生产线建设项目	16,640.66	4,646.66	9,994.21	—	18 个月
3	信息化系统升级改造	4,194.23	1,896.20	1,551.90	746.13	36 个月
合计		46,400.00				

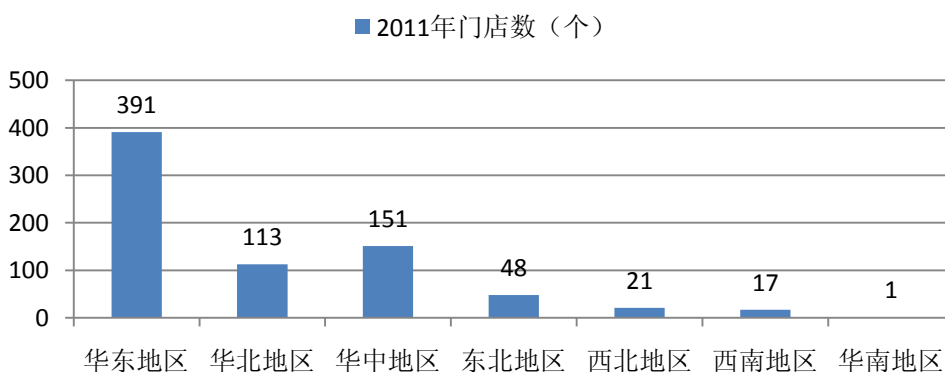
资料来源：招股说明书，宏源证券

### （一）北方家具生产线建设项目

本项目拟在河北廊坊市香河县，建成占地面积约 66,667 平方米的以生产床垫及软床产品为主的生产基地，拟在 2 年内完成基础建设、实现设备安装，并正式投产；达产后预计年生产床垫 70 万张、软床 2 万张。本项目预计总投资额 27,565.11 万元，建设期为两年。项目完成后，预计每年可实现销售收入 4,9636.60 万元，净利润 6,654.33 万元。2009 年至 2011 年，公司软床销量增长迅速，分别同比增长 55.80%、70.69% 和 34.50%，使得公司 2010 年和 2011 年需通过超负荷生产、组建北方公司临时生产能力来满足市场需求。该项目实施能使公司巩固行业领军地位，扩大市场份额，解决产能瓶颈。

公司未来对销售网络战略布局的规划为巩固完善华东六省一市，重点拓展华北、华中地区，逐步向东北、华南、西南、西北地区推进。随着公司品牌影响力的不断提升，北方市场开发力度的不断加强，公司在北方市场的销量逐年提高，业务规模持续提升，公司现有的生产能力已无法满足北方市场对公司产品的需求。河北廊坊香河县是中国家具商贸之都，公司在此建设生产基地，符合公司未来重点拓展华北、华中地区的战略布局。

**图 30：北方地区门店数量偏少**



资料来源：招股说明书，宏源证券

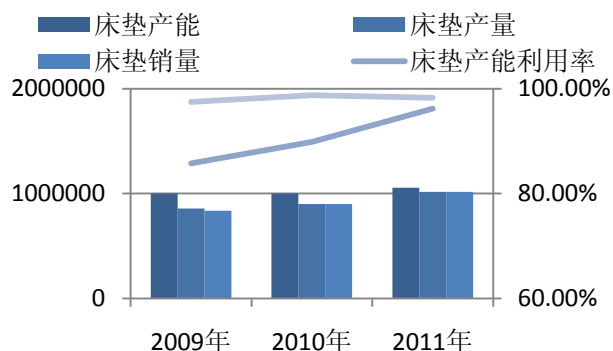
## （二）软床及其配套产品生产线建设项目

本项目拟在浙江省绍兴市二环北路一号喜临门工业园区内，建成占地面积近7,871 平方米的软床及配套产品生产线，生产4.5 万套软床及配套产品（配套产品主要指除床及床垫外的床头柜、梳妆台、斗柜等卧室配套产品）。本项目预计总投资额为 14,640.66 万元，建设期为18 个月，预计项目完成后，每年可实现销售收入23,607.90 万元，净利润4,828.20 万元。增加软床及配套产品的生产及销售，一方面可优化公司产品结构、丰富公司产品序列，另一方面由于软床产品毛利率较高，可有效提高公司整体的盈利能力，而且能很好的解决软床的产能瓶颈。

## （三）信息化系统升级改造项目

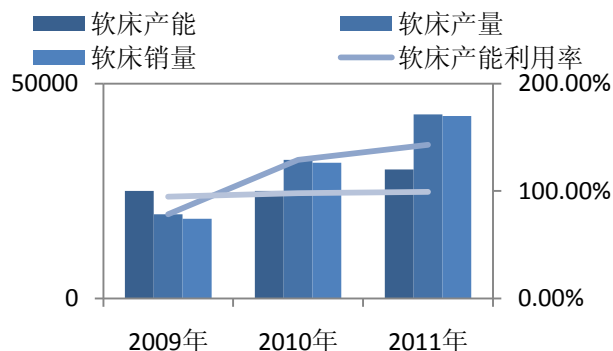
本项目建设主要涵盖产品计划、设计研发、营销管理、物流仓储、财务管理、办公协作等方面软件系统，以及相关硬件设备及配套工程。本项目预计总投资为4,194.23 万元，全部为建设投资。

图 31：床垫产能接近饱和



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 32：软床产能不足



资料来源：招股说明书，宏源证券

## 六、风险提示

### （一）客户相对集中的风险

报告期内，宜家公司是公司最大的客户。2009年度、2010年度、2011年度公司向宜家公司销售实现的营业收入分别为24,045.56万元、23,871.35万元、28,437.97万元，占当期营业收入的比例分别为39.92%、35.63%、33.93%（向宜家公司的销售收入系向宜家贸易（香港）有限公司和宜家（中国）投资有限公司销售收入的合计，本招股说明书中如无特别说明，则向宜家公司销售的统计口径同此）。宜家公司在选择供应商时综合考虑供应商的产品品质、价格、生产规模等因素，是一个动态调整的过程。如果宜家公司减少向本公司的采购，或本公司未来不能持续地进入宜家公司的供应商体系，将对公司的销售收入产生较大的影响。



## （二）所得税优惠政策变化的风险

自 2008 年1 月1 日起，新修订的《中华人民共和国企业所得税法》开始施行，其中规定“居民企业所得税的税率为25%”，对国家需要重点扶持的高新技术企业，减按15%的税率征收企业所得税。根据《高新技术企业认定管理办法》及国家税务总局《关于实施高新技术企业所得税优惠有关问题的通知》（国税函[2009]203 号）相关规定，公司是经浙江省科学技术厅等四部门认定的高新技术企业，在2008 年至2010 年享受减按15%的税率缴纳企业所得税的税收优惠政策。根据国家对高新技术企业认定的相关规定，公司前次认定的高新技术企业资格有效期为2008 年至2010 年，公司于2011 年12 月通过了相关认定机构的复审，在2011 年至2013 年继续享受减按15%的税率缴纳企业所得税的税收优惠政策。若未来不能继续享受高新技术企业税收优惠政策，公司利润水平将会受到影响。

## （三）市场竞争风险

近年来，许多国际性一线床垫品牌如席梦思（Simmons）、丝涟（Sealy）、舒达（Serta）等品牌均已在国内开设专卖店，虽然这些品牌床垫与公司的产品在价格上不具有竞争力，但这些品牌拥有先进的生产技术、研发技术及良好的市场口碑，可能会分流公司的部分高端客户。OEM业务方面，随着更多的制造商获得宜家等国际集团的供货认证资格，有业务份额被侵蚀的风险。

# 七、盈利预测假设及结果

## （一）核心假设

产能假设：公司北方设立临时公司能增加5万张床垫生产能力，绍兴基地进行技术改造能释放50万张床垫产能，随着募集项目的投放，我们预计12-14年公司床垫的产能分别为135.5万张、160.50万张、215.5万张；软床产能分别为4万张、7.5万张和9 万张。

门店和单店销售额假设：公司每年将新增店面200 家左右，我们预计12-14年公司加盟店总数依次为942家、1142家、1342家，加盟店单店销售额依次为37万元、39万元、43万元；自营店总数保持8家不变，单店年销售额依次为350万元、375万元、400万元。

业务毛利率假设：我们预计12-14年，主营业务毛利率分别为36.35%、36.20%、36.44%，其中自有品牌毛利率分别为43%、42.5%、42.5%，OEM业务毛利率分别为31%、32%、32%，酒店家具毛利率分别为28%、25%、25%。

业务收入预测：我们预计12-14年，我们预计主营业务收入分别为1036.97亿元、1301.14亿元、1627.59亿元，其中OEM业务收入从4.02亿元增长到5.86亿元，收入占比从38.82%下降到36%；自有品牌收入从4.87亿元增长到8.29亿元，收入占比从46.96%增长到50.95%；酒店家具收入从1.47亿元增长到2.12亿元，收入占比从14.22%下降到13.05%。

费用率假设，预计12-14年，公司期间费用率分别为19.50%、18.53%、17.75%，呈不断下降的趋势。

表 7：盈利预测假设及结果

指标名称		2010	2011	2012E	2013E	2014E
分产品产能预测（单位：百万张）						
床垫产能		100	105.5	135.5	160.50	215.50
软床产能		2.5	3	4	7.5	9
分业务预测（单位：百万元）						
主营业务	主营业务收入	668.94	835.91	1036.97	1301.14	1627.59
	YOY	11.20%	24.96%	24.05%	25.48%	25.09%
自有品牌	毛利率预测	39.12%	35.05%	35.27%	35.71%	36.18%
	收入	304.24	364.76	486.95	637.91	829.28
	YOY	28.56%	19.89%	33.50%	31.00%	30.00%
	占主营业务收入	45.48%	43.64%	46.96%	49.03%	50.95%
加盟店	毛利率预测	44.38%	40.31%	41.00%	41.50%	42.00%
	收入	261.59	285	348.54	445.38	577.06
	YOY	43.67%	8.95%	22.29%	27.78%	29.57%
	门店数	537	742	942	1142	1342
自营	单店销售额	0.49	0.38	0.37	0.39	0.43
	YOY		-21.61%	-3.67%	5.41%	10.26%
	收入	22.3	26.12	28	30	32
	YOY	-46.91%	17.13%	7.20%	7.14%	6.67%
其他	门店数	7	8	8	8	8
	单店销售额	3.19	3.27	3.5	3.75	4
OEM 业务	收入	20.35	53.64	110.41	162.53	220.22
	YOY	61.97%	163.59%	105.84%	47.20%	35.50%
	收入	282.5	348.21	402.53	486.26	585.94
	YOY	-0.90%	23.26%	15.60%	20.80%	20.50%
酒店家具	占主营业务收入	42.23%	41.66%	38.82%	37.37%	36.00%
	毛利率预测	34.00%	31.15%	31.00%	32.00%	32.00%
	收入	82.2	122.9	147.48	176.98	212.37
	YOY	3.00%	49.50%	20.00%	20.00%	20.00%
	占主营业务收入	12.29%	14.70%	14.22%	13.60%	13.05%
	毛利率预测	35.42%	27.33%	28.00%	25.00%	25.00%
其他业务	收入	1.13	2.33	3.98	6.85	11.75
	YOY	49.20%	105.50%	71%	72%	71.50%
总营业收入	收入	670.07	838.24	1,040.95	1308.00	1639.35
	YOY	11.25%	25.10%	24.18%	25.65%	25.33%
费用率预测	期间费用率	26.08%	21.56%	20.34%	19.29%	17.90%
	销售费用率	15.97%	12.05%	12.04%	11.59%	11.00%
	管理费用率	8.63%	8.23%	8.00%	7.80%	7.00%
	财务费用率	1.48%	1.28%	0.30%	-0.10%	-0.10%

资料来源：宏源证券

## （二）盈利预测

根据以上假设，我们预测2012-2014年公司净利润分别为1.18亿、1.62亿和2.10亿元，三年复合增速33%，对应的EPS分别为0.56元、0.77元和1.00元。

## 利润表 (百万元)

## 资产负债表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	838	1041	1308	1639	货币资金	109	362	167	254
营业成本	544	674	841	1046	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	295	367	467	593	应收账款	174	212	267	334
% 营业收入	35.1%	35.3%	35.7%	36.2%	存货	137	170	212	263
营业税金及附加	6	8	10	12	预付账款	23	29	36	44
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	1	2	2	3
销售费用	101	125	152	180	流动资产合计	448	778	687	903
% 营业收入	12.1%	12.0%	11.6%	11.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	69	83	102	115	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.2%	8.0%	7.8%	7.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	11	3	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	0.3%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	157	330	566	538
资产减值损失	4	4	6	7	无形资产	32	30	29	27
公允价值变动收益	1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	6	1	1	2
营业利润	105	144	199	280	其他非流动资产	15	31	46	62
% 营业收入	12.5%	13.8%	15.2%	17.1%	资产总计	657	1171	1329	1532
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	130	0	0	0
利润总额	107	144	199	280	应付款项	160	198	247	308
% 营业收入	12.7%	13.8%	15.2%	17.1%	预收账款	22	27	34	43
所得税费用	19	26	38	70	应付职工薪酬	7	10	13	17
净利润	88	118	161	210	应交税费	3	3	5	8
归属于母公司所有者的净利润	87.9	117.9	161.5	209.9	其他流动负债	4	4	5	7
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	325	243	305	382
EPS (元/股)	0.418	0.56	0.77	1.00	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	93	102	131	178	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	325	243	305	382
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	332	928	1024	1150
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-48	-194	-263	-8	股东权益	332	928	1024	1150
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	657	1171	1329	1532
投资活动现金流净额	-47	-194	-263	-8	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.418	0.562	0.769	1.000
股权融资	0	525	0	0	BVPS	2.11	5.89	6.50	7.30
银行贷款增加 (减少)	-70	-130	0	0	PE	21.51	21.37	15.61	12.00
筹资成本	42	-50	-64	-83	PEG	0.64	0.63	0.46	0.36
其他	-87	0	0	0	PB	5.70	2.04	1.84	1.64
筹资活动现金流净额	-115	345	-64	-83	EV/EBITDA	19.01	12.80	10.35	7.17
现金净流量	-69	254	-196	87	ROE	26.5%	12.7%	15.8%	18.2%

### 分析师简介:

**曾知:** 宏源证券研究所造纸轻工行业研究员, 上海交通大学安泰经济与管理学院本硕, 2012 年加盟宏源证券研究所, 此前任职于光大证券研究所。

目前主要研究覆盖公司: 索菲亚、美克股份、齐心文具、劲嘉股份

### 机构销售团队

华北 区域	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>李倩</b> 010-88083561 liqian@hysec.com	<b>王燕妮</b> 010-88085993 wangyanni@hysec.com	<b>张瑶</b> 010-88013560 zhangyao@hysec.com
华东 区域	<b>张璐</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>奚曦</b> 021-51782067 xixi@hysec.com	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com
华南 区域	<b>夏苏云</b> 13631505872 xiasuyun@hysec.com	<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@hysec.com	<b>赵越</b> 18682185141 zhaoyue@hysec.com
QFII	<b>覃汉</b> 010-88085842 qinhan@hysec.com	<b>胡玉峰</b> 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。