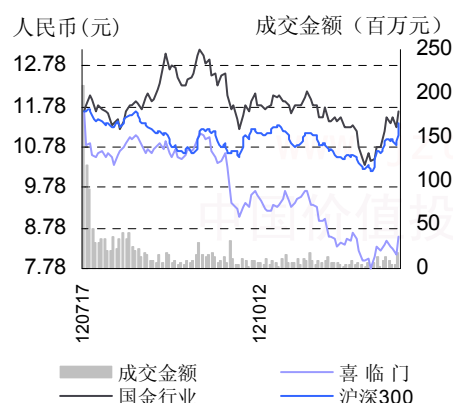


**喜临门 (603008.SH) 室内家具行业**
**评级：增持 维持评级**
**公司研究**

 市价(人民币)：8.57元  
 目标(人民币)：10.90-11.50元

**双轮驱动的床垫领军者**

 百万股) 52.50  
 总市值(百万元) 18.00  
 年内股价最高最低(元) 11.66/7.78  
 沪深300指数 2355.86  
 上证指数 2150.63

**公司基本情况(人民币)**

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.512	0.558	0.518	0.640	0.772
每股净资产(元)	1.75	2.11	4.90	5.54	6.31
每股经营性现金流(元)	0.44	0.59	0.69	0.69	0.92
市盈率(倍)	N/A	N/A	16.60	13.43	11.14
行业优化市盈率(倍)	40.67	14.27	31.35	31.35	31.35
净利润增长率(%)	14.46%	9.06%	23.80%	23.57%	20.61%
净资产收益率(%)	29.25%	26.48%	10.58%	11.56%	12.24%
总股本(百万股)	157.50	157.50	210.00	210.00	210.00

资料来源：公司年报、国金证券研究所

- 投资逻辑**
- **自有品牌+OEM 的床垫领导者：**喜临门是集设计研发于一身，自主品牌与 OEM 兼修，以床垫及软卧家具为主导的家具制造企业。公司拥有“喜临门”、“法诗曼”、“SLEEMON”三大品牌，定位中高端。公司床垫年生产能力超 100 万张，市场占有率 4%，是国内规模最大的床垫生产企业。
  - **行业集中度提升，龙头企业空间大：**我国床垫行业前八大企业市场占有率仅 12% 左右，美国前四大品牌占 60% 左右市场份额，我国床垫行业集中度具有较大的提升空间。床垫是相对标准化产品，龙头企业可凭借资金实力，以及渠道网络、品牌知名度方面的优势提高市场份额，而且随着人们对生活品质的追求，消费者越来越看重床垫的质量和舒适性，具有品牌知名度的床垫也将越来越受到消费者的青睐。
  - **双轮驱动，稳定增长可持续：**公司销售分为自有品牌（经销商特许加盟店为主，直营为辅）及 OEM 业务。**自有品牌：**2011 年底公司拥有 323 家加盟商和 742 家零售专卖店，覆盖 26 个省份。公司规划每年新增店面 200 家左右，2015 年达到 1500 家，较目前规模翻番。今年以来地产调控对公司单店收入产生一定负面影响，但随着地产销售的回暖以及渠道网络的发展，我们预计自有品牌 2013-2014 年增速 20%-25% 增长；**OEM 业务：**公司 OEM 业务客户主要是宜家及宜得利，均是国际一流的家居商。未来几年宜家中国将进入加速扩张期，我们预计公司对宜家收入增速将达 20% 左右。而公司在宜得利业务也开始大幅放量，今年预计增长 100% 以上。在自有品牌受地产调控冲击的背景下，公司 OEM 业务将成为公司业绩增长的稳定器及推动力。我们预计自有品牌渠道网络的拓展及 OEM 客户的加速扩张可保证公司稳定增长。

**盈利预测及投资建议**

- 2012-2014 年公司归属于母公司的净利润分别为 1.09 亿元、1.34 亿元、1.62 亿元，分别增长 23.4%、22.4%、20%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.52 元、0.64 元、0.77 元。
- 我们认为床垫行业虽然短期内受地产调控的影响，但公司 OEM 业务放量有望平抑景气下滑，而从中长期看随着我国床垫行业的整合，公司有望凭借强大的研发能力、较强的品牌知名度以及快速拓展的渠道网络，成为行业优胜者，我们给予公司“增持”评级，目标价 10.9-11.5 元，相当于 2013 年 17-18 倍 PE

**周文波** 联系人  
 (8621)61038290  
 zhouwb@gjzq.com.cn

**万友林** 分析师 SAC 执业编号：S1130511030016  
 (8621)61038259  
 wanyl@gjzq.com.cn

## 内容目录

床垫领导者 .....	4
床垫长期看好，短期受地产调控影响 .....	5
床垫业产值复合增速 25% .....	5
地产调控冲击行业需求，行业前景依然值得看好 .....	6
行业集中度提升，龙头空间大 .....	8
拥有自有品牌，携渠道优势有望脱颖而出 .....	10
内修品牌，外扩渠道 .....	10
OEM/ODM 业务，跟随客户共同成长 .....	12
募投项目扩张产能，布局华北市场 .....	15
盈利预测及估值 .....	15
附录：三张报表预测摘要 .....	16

## 图表目录

图表 1：公司营业收入、增速及毛利率% .....	4
图表 2：公司净利润、增速及净利率% .....	4
图表 3：公司收入按渠道分及比重 .....	4
图表 4：公司分业务收入构成变化 .....	5
图表 5：公司分业务毛利率 .....	5
图表 6：规模以上家具企业总产值年复合增速 24.7% .....	5
图表 7：中国家具各类别占比 .....	5
图表 8：我国软体家具产量 CAGR 达 17.6% .....	6
图表 9：美国床垫市场规模（企业销售额/亿美元） .....	6
图表 10：我国规模以上床垫企业产值（亿元） .....	6
图表 11：乔迁装修是家具消费主要驱动力 .....	7
图表 12：床垫消费与地产行业具有较强相关性 .....	7
图表 13：我国商品房销售量 .....	7
图表 14：保障房完成量 .....	7
图表 15：星级酒店床位数 .....	8
图表 16：经济型连锁酒店客房数（万） .....	8
图表 17：家具与人均可支配收入相关性 .....	8
图表 18：我国人均可支配收入处于快速上升期 .....	8
图表 20：美国床垫市场份额 .....	9
图表 21：中国床垫市场份额 .....	9
图表 22：美国 SEALY 销售收入（百万美元） .....	10
图表 23：美国 TEMPUR 收入及净利润（百万美元） .....	10

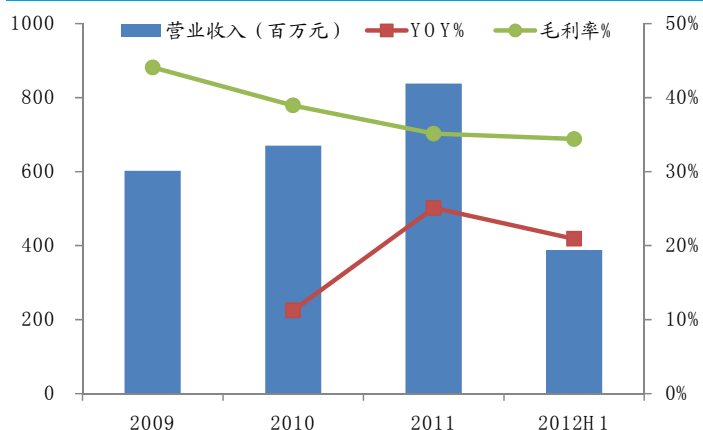
图表 24: 喜临门研发投入 .....	10
图表 25: 公司品牌及定位 .....	11
图表 26: 公司自有品牌按渠道收入 (万元) .....	12
图表 27: 公司门店数 .....	12
图表 28: 公司门店分布 .....	12
图表 29: 公司渠道下沉仍有较大空间 .....	12
图表 30: 公司 OEM/ODM 收入稳步增长 (万元) .....	13
图表 31: OEM/ODM 客户结构 .....	13
图表 32: 宜家中国门店数 .....	13
图表 33: 宜家中国收入复合增速 21% .....	13
图表 34: 宜得利收入复合增速 15.9% .....	14
图表 35: 宜得利净利润复合增速 23.5% .....	14
图表 36: 宜得利年新开门店 20-30 家 .....	14
图表 37: 宜得利台湾门店 .....	14
图表 38: 公司募投项目 .....	15
图表 39: 公司费用率及所得税率预测 .....	15
图表 40: 可比公司估值水平 .....	16
图表 41: 公司收入分产品预测表 .....	16

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 床垫领导者

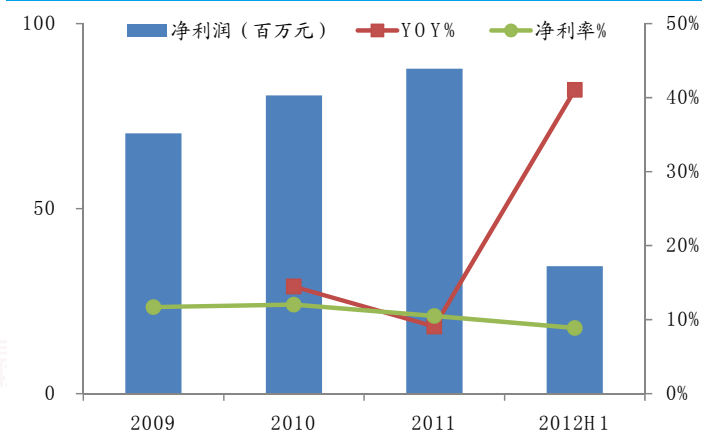
- 喜临门公司是集设计研发于一身，自主品牌与 OEM 兼修，以床垫及软卧家具为主导的家具制造企业。
- 公司拥有“喜临门”、“法诗曼”、“SLEEMON”三大品牌，主要定位中高端。凭借优良的产品品质，公司产品得到了广大消费者的认可和信赖，“喜临门”已经成为中国床垫行业的标志性品牌。公司床垫年生产能力已超 100 万张，市场占有率 4%，是国内规模最大的床垫生产企业。
- 公司 2009~2011 年收入 CAGR 为 18%，净利润 CAGR 为 11.7%。2011 年毛利率为 35.1%，下滑 3.8 个百分点；净利率为 10.5%，下滑 1.5 个百分点。

图表1：公司营业收入、增速及毛利率%



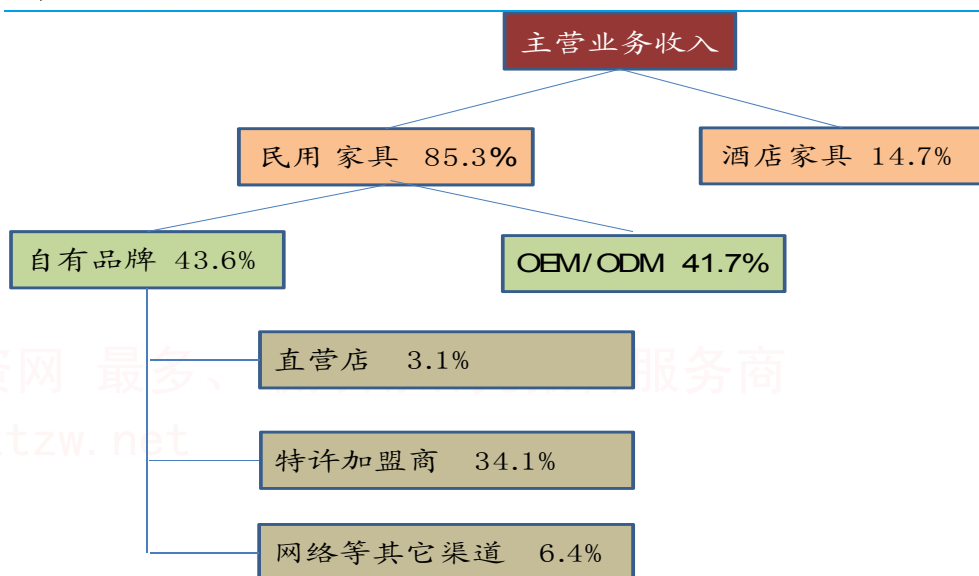
来源：公司财报、国金证券研究所

图表2：公司净利润、增速及净利率%



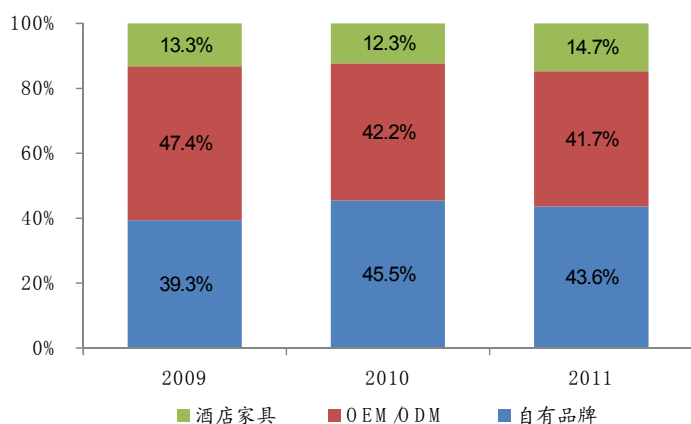
- 公司业务构成中，包括自有品牌、OEM、酒店家具三大类，三者在公司业务中的比重分别为 43.6%、41.9%、14.7%；近三年公司床垫自主品牌和酒店家具业务增长较快，在收入中的占比有所扩大。2009~2011 自有品牌 CAGR 为 24.1%；而 OEM 业务 CAGR 为 10.5%。

图表3：公司收入按渠道分及比重



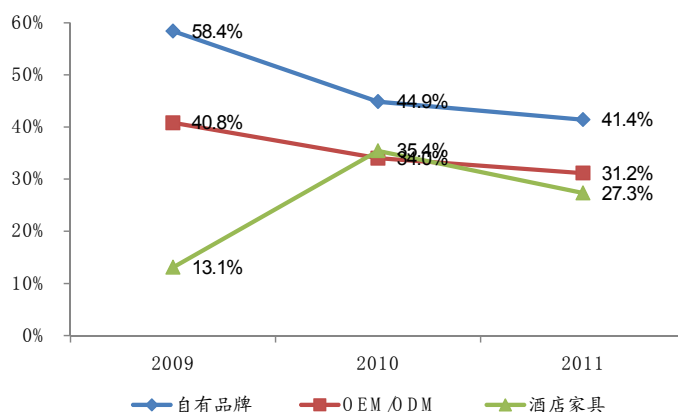
来源：公司财报、国金证券研究所

图表4: 公司分业务收入构成变化



来源: 公司财报、国金证券研究所

图表5: 公司分业务毛利率

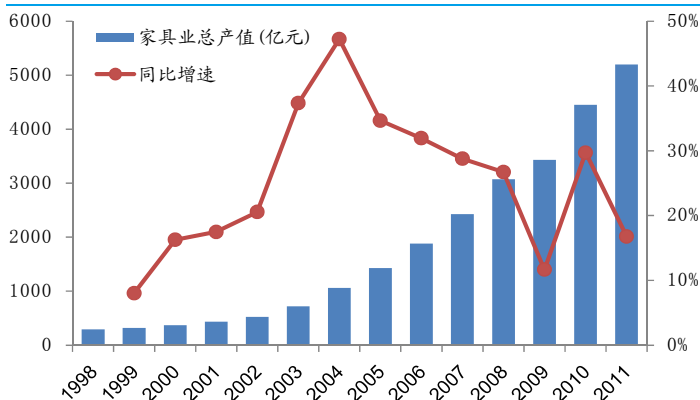


## 床垫长期看好，短期受地产调控影响

### 床垫业产值复合增速 25%

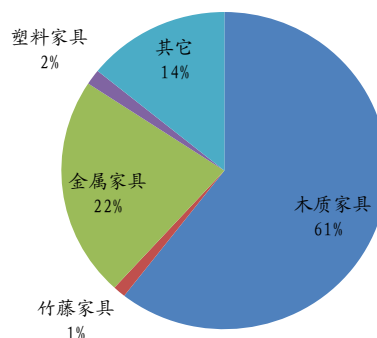
- 2000 年以来在房地产市场蓬勃发展的驱动下，我国家具业维持高速增长。1998-2011 年我国家具业总产值复合增速近 25%。据中国家具业协会统计：2011 年我国规模以上家具总产值 5196 亿元，增长 16.8%；家具行业总产值 10100 亿元，增长 16.1%。
- 床垫属于软体家具类，是家具行业的细分子行业。据家具协会统计，过去十年我国软体家具产量增速近 18%，但 08 年以来受地产调控等因素的影响，整体增速有所下滑。目前我国床垫行业产值约 140-150 亿元，近几年复合增速达 25%左右。

图表6: 规模以上家具企业总产值年复合增速 24.7%

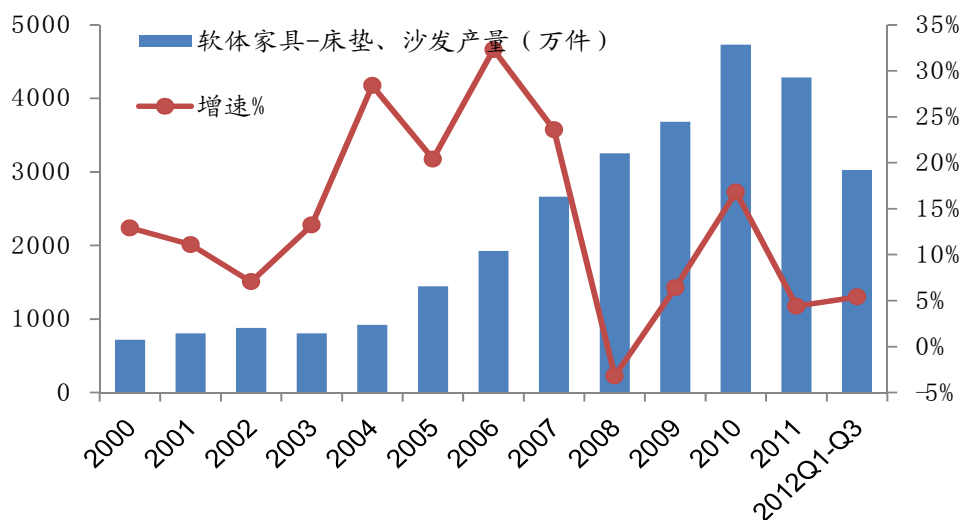


来源: 中国家具业协会、国金证券研究所

图表7: 中国家具各类别占比

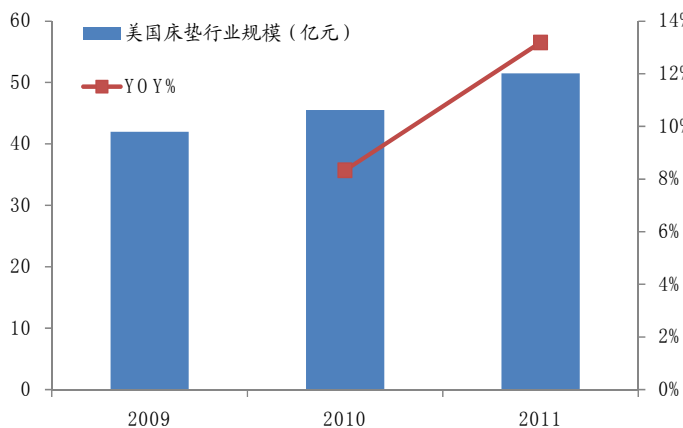


图表8: 我国软体家具产量 CAGR 达 17.6%



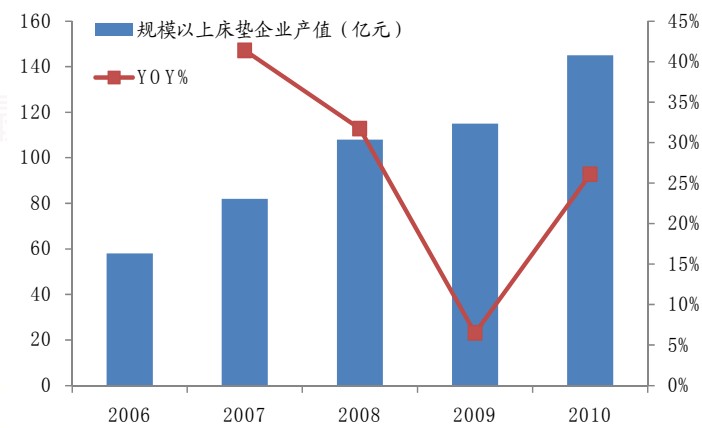
来源: WIND、国金证券研究所

图表9: 美国床垫市场规模 (企业销售额/亿美元)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表10: 我国规模以上床垫企业产值 (亿元)



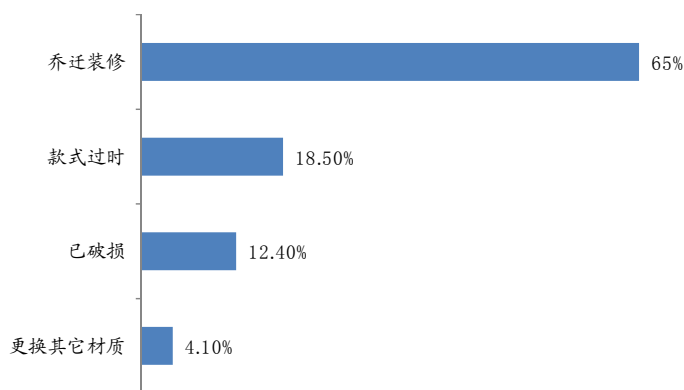
### 地产调控冲击行业需求, 行业前景依然值得看好

- **地产与床垫销售相关性。**在我国, 乔迁装修是居民购买家居装饰的首要因素, 远高于更新需求, 地产销售变化对床垫等行业销售具有较大的影响。
- 我们比较了软体家具与地产销售数据也基本证实这一情况, 二者波动方向基本一致。受地产调控的影响, 我国软体家具销售自去年 4 月份以来增速基本维持低位。
- 但年初以来在政策放松和降价等因素作用下, 消费者对地产的预期有所改变, 刚需开始回流市场, 房屋销量逐渐回升。我们预计随着国内地产市场的回暖, 作为后周期的床垫消费也有望逐渐逐步走出谷底。

中国价值投资网  
www.jztzw.net

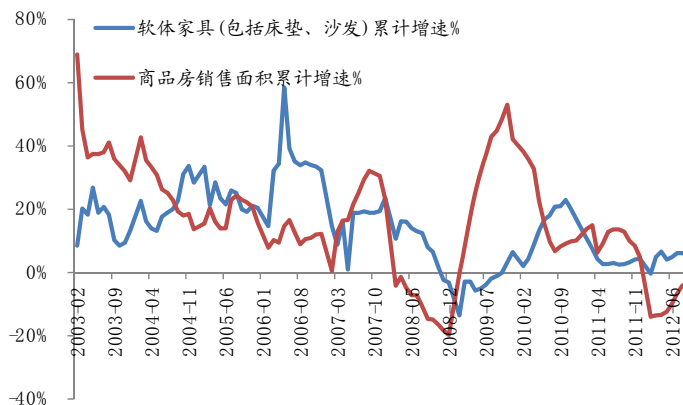


图表11: 乔迁装修是家具消费主要驱动力



来源: WIND、国金证券研究所

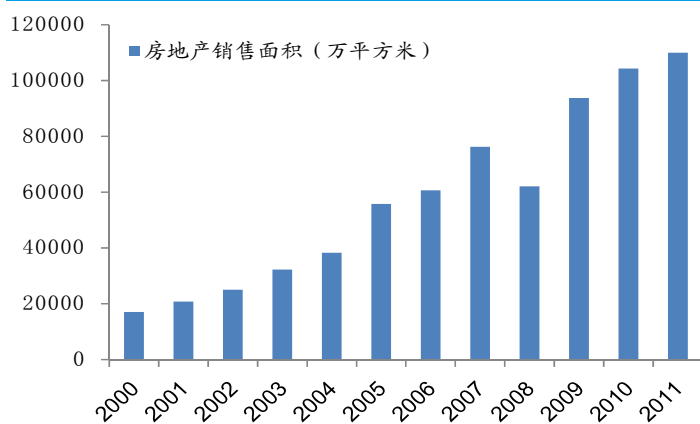
图表12: 床垫消费与地产行业具有较强相关性



■ 从终端需求看,我们认为床垫消费的驱动因素主要包括以下方面:

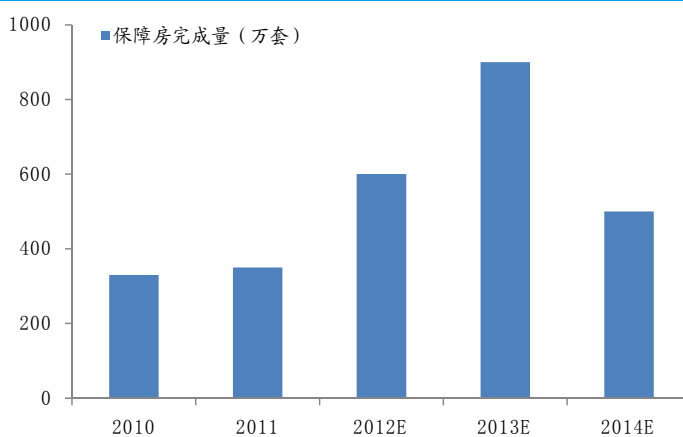
- 民用新增床垫需求: 根据我们前面分析,新增床垫需求主要跟房屋销售相关。2011年我国商品房销售面积近110000万平方米,以每套房100平方米,每套房需2张床垫计,年新增床垫需求2200万张。不过由于我国房屋销售中存在一定比例的投资房,因此实际需求要小于该数据。此外近几年保障房的大规模建设也将带来市场需求增量,2012-2013年我国保障房集中释放年,我们保守预计可带来500-600万张床垫消费量。
- 民用存量床垫更新需求: 据调查,目前国内床垫保有量约为2亿张左右,平均使用周期约10年。根据美国经验,美国消费者视床垫使用周期约为5年,而国内消费者使用年限较长,更新率普遍偏低。预计随着居民收入的提高,床垫使用周期将逐步缩短,未来更新频率有望加快。
- 商用床垫需求,主要指星级酒店及快捷连锁酒店的床垫需求。目前我国酒店业尤其是连锁快捷酒店正处于快速发展期,近几年年增速基本保持30%以上增速,酒店业的快速发展带来庞大的床垫需求,未来酒店床位数的增长及存量床垫的更换也将带来较大的市场空间。

图表13: 我国商品房销售量

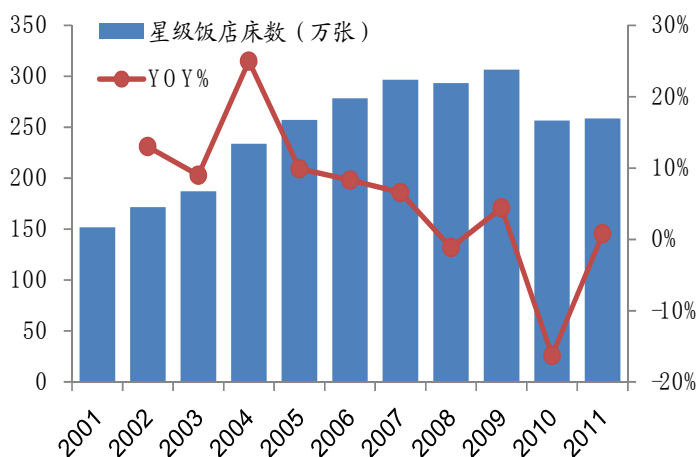


来源: WIND、国金证券研究所

图表14: 保障房完成量

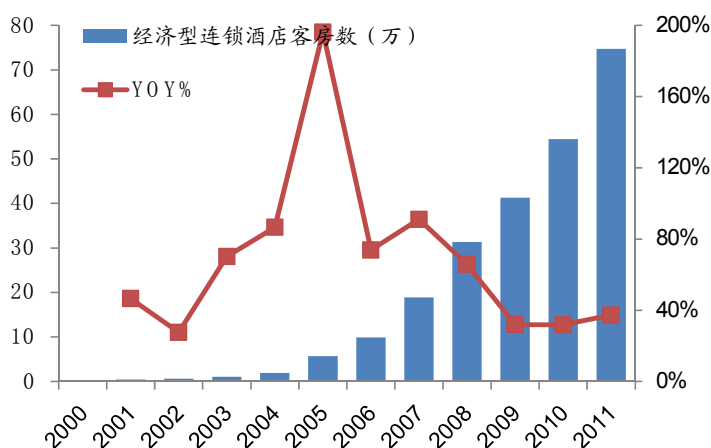


图表15: 星级酒店床位数



来源: WIND、国金证券研究所

图表16: 经济型连锁酒店客房数 (万)

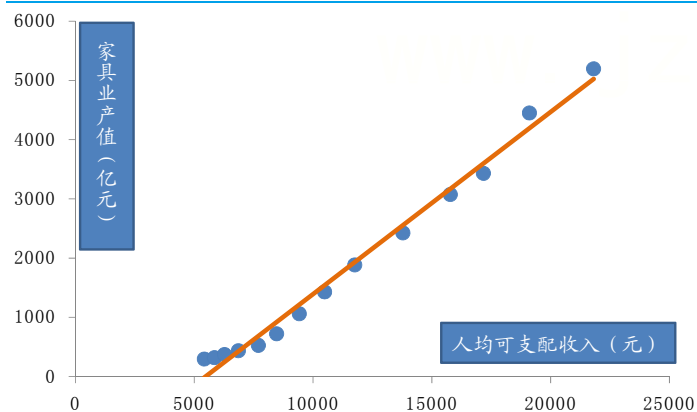


■ 床垫消费长期前景依然值得看好。长期来看，随着居民可支配收入的提升以及城镇化水平的提高，我国床垫消费前景依然值得看好。

■ 人均可支配收入是驱动家具消费的重要动力。家具的总产值与人均可支配收入之间呈现出拟合优度较高的线性关系，其相关系数  $R^2=0.85$ 。目前我国经济转型以扩大内需为立足点，政府将继续加大收入分配、财税改革、社保保障制度建设，加快城乡居民收入增长。随着居民财富的积累，对生活品质的重视，预计国内家居消费前景依然可看好。

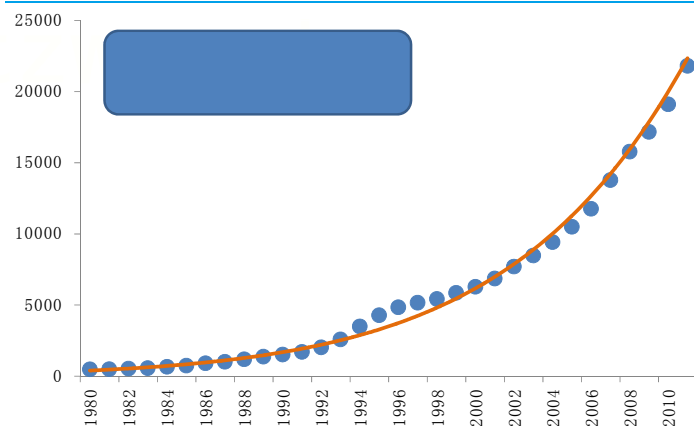
■ 目前我国城市化率 47%，据预测未来我国城市化每年可提高 0.8% 左右，2030 年有望达到 60%，这意味着每年仍有 1000 万农村人口进入城市，并带来相应的住房需求。尤其是近期政府提出的城镇化发展思路，也将利好床垫等家具行业的消费。

图表17: 家具与人均可支配收入相关性



来源: WIND、国金证券研究所

图表18: 我国人均可支配收入处于快速上升期



### 行业集中度提升，龙头空间大

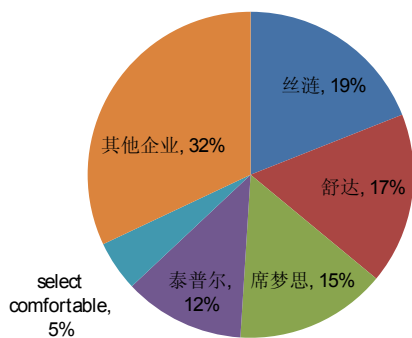
■ 从全球范围而言，发达国家床垫市场发展较为成熟，市场集中度非常高。前几大品牌占据绝大多数市场份额。以美国为例，百年老店如丝涟，舒达，席梦思和新兴泰普尔等品牌占 60% 左右市场份额。

■ 相比发达国家，我国床垫市场集中度低得多：2009 中国床垫行业前八大企业市场占有率仅 12% 左右。目前国内床垫市场格局：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。而我国本土床垫企业两极分化，小型床垫企业多集中于低端市场，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集中于中高端市场。



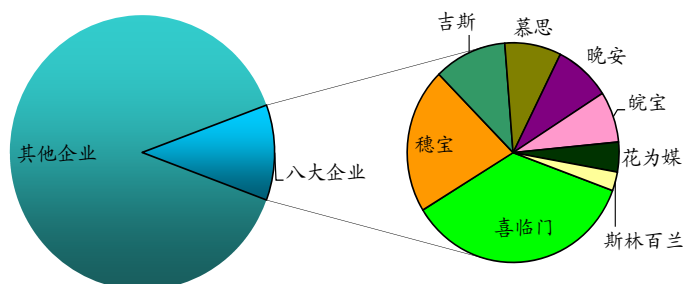
- 因此通过比较我国和发达国家床垫行业的市场结构，可以看到我国床垫行业市场集中度仍有较大的提升空间。随着居民收入的提高，“品牌消费理念”将逐渐深入人心，品牌效应逐渐显现，市场份额将逐步向品牌优势类集中，而品牌形象差、技术及资金实力有限的企业将在竞争中愈发处于劣势地位。

图表19：美国床垫市场份额



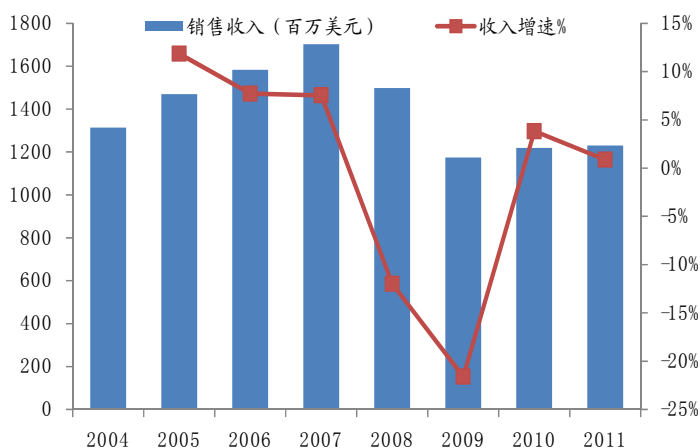
来源：公司财报、国金证券研究所

图表20：中国床垫市场份额



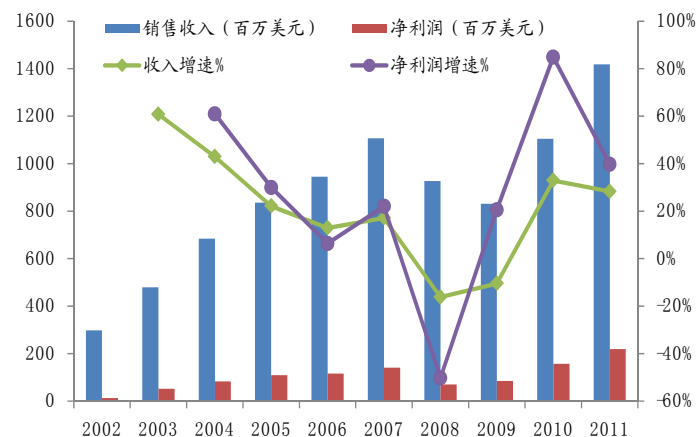
- 品牌及研发能力是企业核心竞争力。**从美国床垫业的发展历史看，在行业由分散趋向集中的过程中，企业的品牌知名度、美誉度以及企业渠道的覆盖度是企业最重要的竞争力。但随着床垫行业集中度的提高，龙头企业的规模和资金实力都达到相当的程度，品牌和渠道建设也将逐步趋于完善，这时产品的技术革新就成为企业持续发展的关键。
  - 我们以丝涟和泰普尔为例。丝涟是美国最大的床垫制造企业，其市场份额居于全美首位，拥有很强的品牌效应和销售渠道。但可以看到其近年来收入基本无增长，而且基本处于亏损状况。
  - 反观泰普尔，虽然企业的历史、规模、品牌知名度都不如丝涟，但公司近几年无论是收入增速还是盈利水平远远超过丝涟，根本原因是泰普尔重视研发，持续推出满足消费者需求的新型床垫（丝涟生产的是传统的内置弹簧床垫，而泰普尔主要生产新兴的非内置弹簧床垫）。
- 喜临门一直以“科技改善人类睡眠”为诉求，依托一流的设计研发实力和品质控制优势，不断开发具有高科技含量的新产品，满足国际和国内市场日益提高的消费需求，提升品牌影响力，巩固行业地位。
  - 公司技术研发能力在行业内首屈一指，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”。
  - 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，并与中国科学院，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。
  - 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 2011 年，公司共获得 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。
- 我们认为随着人们对生活品质的追求和“健康睡眠”理念日渐深入人心，消费者越来越看重床垫的质量和安全性，健康环保成为行业发展趋势，具有设计研发实力、品牌知名度的床垫企业将在分散的格局中脱颖而出。

图表21: 美国 SEALY 销售收入 (百万美元)

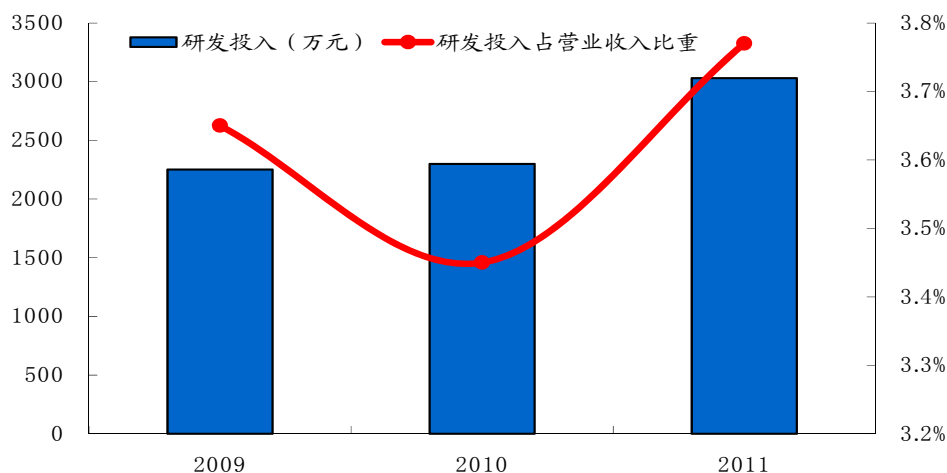


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表22: 美国 TEMPUR 收入及净利润 (百万美元)



图表23: 喜临门研发投入



来源: 公司财报、国金证券研究所

## 拥有自有品牌, 携渠道优势有望脱颖而出

### 内修品牌, 外扩渠道

- 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。通过多个不同品牌, 区分风格、价位, 满足各细分市场需求。
- 主力品牌“喜临门”偏向成熟高贵, 适合于婚嫁及年龄层较高的消费者; “法诗曼”偏向活力浪漫, 追求时尚的年轻消费者; “Sleemon”偏向奢华前卫, 定位于高端市场, 目标客户追求品味、个性生活的高端消费者。此外为了抓住网购趋势, 公司新推出品牌“爱倍”, 以面向偏爱经济实惠的网购一族, 进一步丰富了公司产品布局。

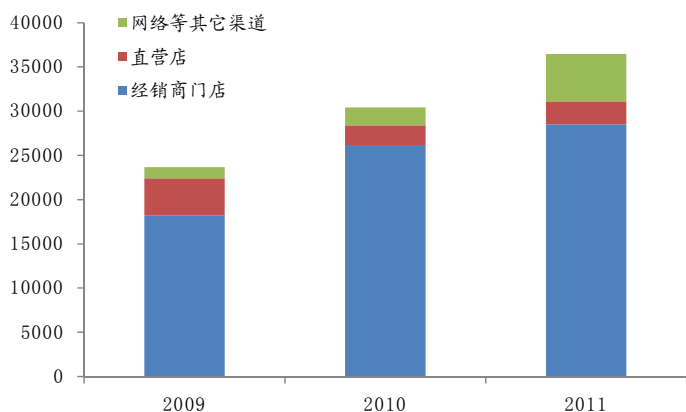
**图表24: 公司品牌及定位**

品牌	品牌风格	目标客户
喜临门	传统、喜庆、高贵、典雅	喜爱中国元素、传统文化的人群
法诗曼	时尚、年轻、活力、浪漫	追求时尚、浪漫的年轻消费者
SLEEMON	新潮、豪华	追求品味、个性生活的高端消费者
IBED 爱倍	网购品牌	追求经济实惠的网购一族
巴宝莉	新品牌	

来源：公司招股书、国金证券研究所

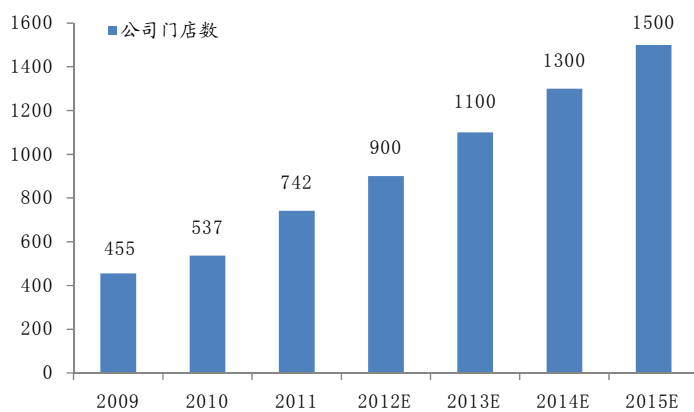
- **渠道网络扩张稳步推进，奠定长期增长基础。**公司自有品牌销售按渠道分，主要包括三类：1、特许经销商专卖店；2、直营门店；3、网络等其它渠道。
- 截止 2011 年底，公司拥有 323 家加盟商和 742 家零售专卖店，覆盖 26 个省，450 多个县级以上城市。在多年市场销售中，已形成以加盟为主、直营为辅的销售模式，逐步形成了以东部区域重要城市为根据地，以各大直辖市、省会城市、计划单列市为中心，辐射各地市城市和经济发达的县级城市的营销网络体系。
  - 公司直营门店更多起着品牌展示的作用，目前拥有 8 家直营门店，主要分布于公司所在城市绍兴，直营店不是公司发展重点，预计将维持当前水平。
  - 除了直营门店，公司还拥有 734 家经销商门店，特许经销商模式是公司未来发展重心。目前公司 50% 以上门店位于经济发达的华东地区，未来将配合募投项目重点开拓品牌床垫较为空白的华北、华南市场，并进一步实现渠道下沉，分享三、四线城市消费的高速增长。
  - 此外在网络销售方面，公司通过与淘宝网实现战略合作，计划进一步开拓网络销售业务。
- 公司未来将坚持“加盟为主、直营为辅”的销售模式，同时为了加大渠道网络覆盖的广度及深度，公司规划每年新增店面 200 家左右，2015 年达到 1500 家，较目前规模翻番。通过三到五年时间，全面完善并形成布局更加合理、可控性更强、运营效率更高的终端销售网络。
  - 2012H1 公司新开了 48 家经销商门店，我们预计全年将新增 150 家左右。
  - 2012 年 7 月成功上市募得资金净额 6 亿元，超募 1.4 亿左右，也为公司渠道拓展奠定坚实基础。
- 除了大幅拓展渠道网络外，公司坚持扩张与提升相结合，加强对加盟商的培训和管理，持续推进“店面精致化”管理，提升单店效益。
  - 公司非常重视销售渠道的建设和管理，通过销售管理部对加盟商进行管理和维护。加盟商在店铺位置、外观要求以及员工培训与公司直营店一致。
  - 公司根据加盟商的表现，设置了星级管理奖、优越奖等奖项，并对业绩突出的加盟商给予奖励。为强化加盟店和直营店的销售能力，公司每年均围绕一定主题开展管理，提升门店的综合竞争力。
- 门店内生增长仍受地产销量影响。目前国内消费者更换床垫的习惯还不普遍，床垫消费仍和新置房屋密切相关，因此地产宏观调控不可避免地会压制公司门店的内生增长速度。
  - 公司自有品牌（包括直营店、经销商专卖店、网络销售）最近三年销售收入分别为 2.37、3.04、3.65 亿元，近两年增速分别为 28.6%、19.9%。

图表25: 公司自有品牌按渠道收入 (万元)

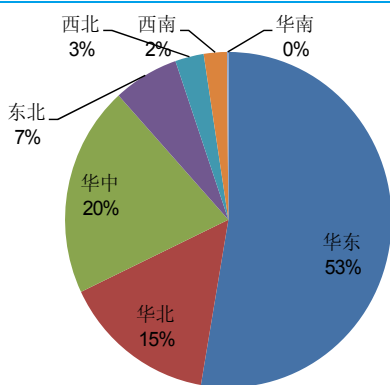


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表26: 公司门店数

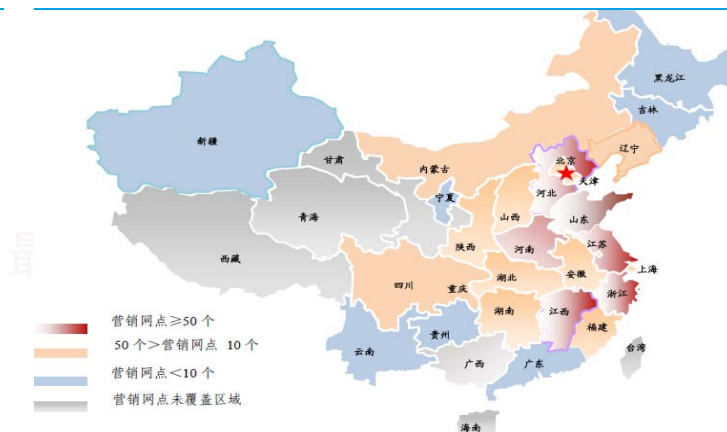


图表27: 公司门店分布



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表28: 公司渠道下沉仍有较大空间

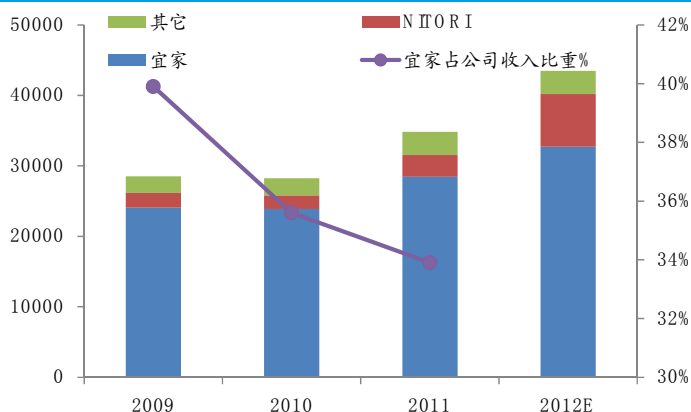


### OEM/ODM 业务, 跟随客户共同成长

- OEM业务是公司重要组成部分, 2011年公司OEM业务收入近3.5亿元, 增长23.3%, 2011年OEM业务占公司收入比重41.7%, 占毛利比重37%。
- 公司OEM业务毛利率维持在30%以上, 与自有品牌相比, 毛利率低了10个百分点, 但从净利率角度来看, 由于OEM业务节省了渠道建设、营销推广和销售费用, 较低的期间费用使得OEM业务的净利率要高于专卖店渠道。
- 公司OEM业务客户主要是宜家及宜得利, 均是国际一流的家居商。在自有品牌受地产调控冲击的背景下, 公司OEM业务成为公司业绩增长的稳定器及推动力。我们预计在宜家中国加速扩张以及公司在宜得利业务比重快速提升的推动下, 公司OEM业务有望保持20%左右增长。

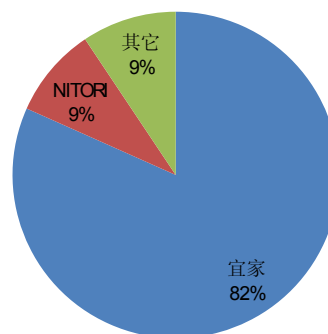
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表29：公司 OEM/ODM 收入稳步增长（万元）



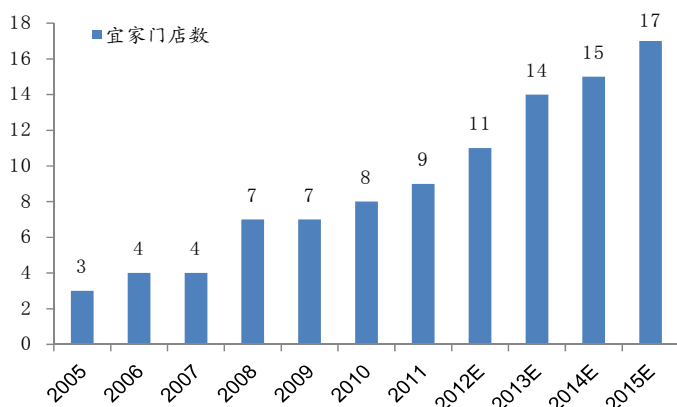
来源：公司财报、国金证券研究所

图表30：OEM/ODM 客户结构



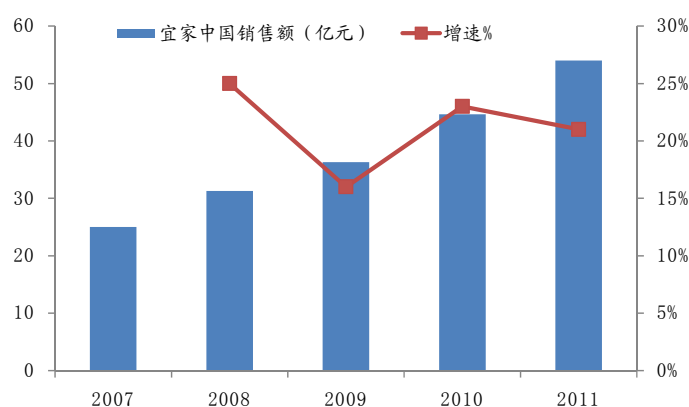
- **宜家中国加速扩张，公司将分享巨人成长。** 宜家是公司第一大客户，公司与宜家已经有了长达10年的合作，是宜家亚太地区床垫的唯一主力供应商，宜家亚太地区95%的床垫由公司供应，双方长期互信合作奠定了坚实的发展基础，未来有望继续受益于宜家亚太区的加速布局。
- 宜家对供应商资质审核非常严格，对产品质量、价格、生产规模、生产条件等具有明确苛刻的要求，公司通过长期和宜家的合作建立了较好的合作关系。
- 2009-2011 年公司向宜家销售收入分别 2.4、2.4、2.84 亿元，占公司收入比 39.9%、35.6%和 33.9%。
- 目前宜家中国已进入扩张加速期，根据公司规模2012-2016年，每年将在中国新增二到三家分店，预计宜家中国门店数将从2011 年的9家上升至2015 年17 家，而宜家亚太门店数将由目前的28家增至48家。由于宜家亚太地区的床垫产品基本由公司供应，所以公司将从宜家亚太地区业务的发展和扩张中受益，预计年增速可达20%左右。
- 宜家原先对中国市场的定位更多是家具采购区，对中国消费者的购买实力重视不够，所以开店速度非常缓慢，9 年时间宜家在中国只开了四家店，到 2011 年也仅有 11 家门店。但随着中国消费者购买力的爆发，宜家现有门店已难以应付巨大的客流，为此公司计划加速中国市场的开店步伐。
- 宜家中国区 2011 年销售额达到了 54 亿元，增长 21%。公司 2011 年对宜家销售增长 15%，我们预计随着宜家加速扩张，预期未来几年增速将略高于目前水平。

图表31：宜家中国门店数



来源：网络、公司财报、国金证券研究所

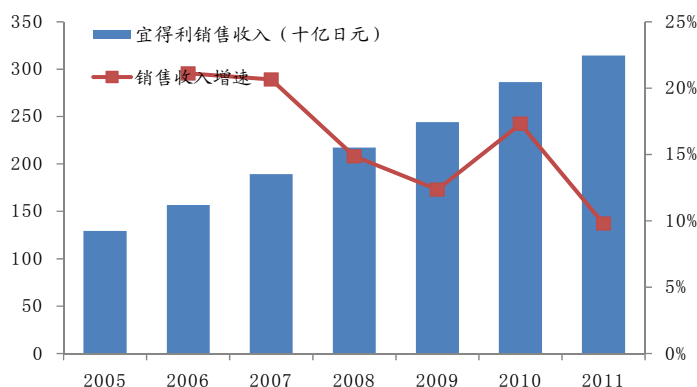
图表32：宜家中国收入复合增速 21%





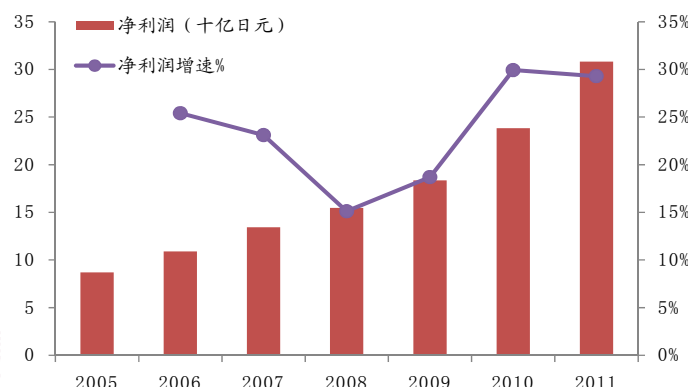
- **宜得利，三年耕耘进入收获期。**宜得利创业于1972年3月，是日本最大家具装饰连锁品牌。宜得利与公司合作已超过三年，是公司第二大OEM客户，但销售额及占比一直较小。但公司今年跟宜得利合作取得重大突破，开始放量，预计全年销售额将达7000-8000万元，增长1倍以上。
- 截至2012年8月，日本宜得利共拥有270家门店，其中日本门店257家，中国台湾13家。
- 2011年日本宜得利销售额达3143亿日元，近6年复合增速16%；2011年净利润308亿日元，复合增速23.5%。
- 宜得利加速海外市场布局。宜得利公司2010年首次进入海外市场，在台湾地区新开4家门店，目前台湾店面数已达到13家。公司目前对宜得利销售占比很小，计划未来对宜得利的床垫供应比例达到50%以上。

图表33：宜得利收入复合增速 15.9%

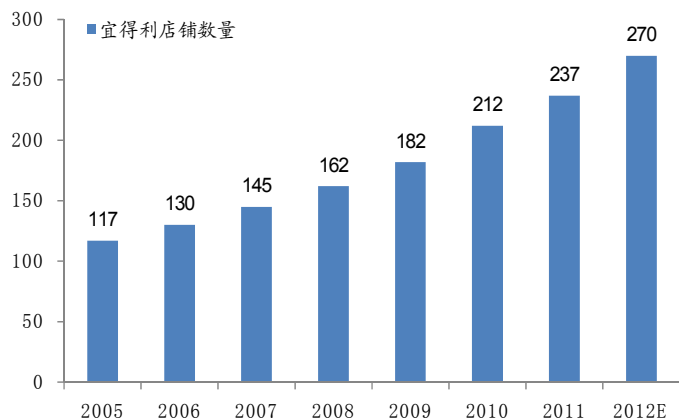


来源：公司财报、国金证券研究所

图表34：宜得利净利润复合增速 23.5%

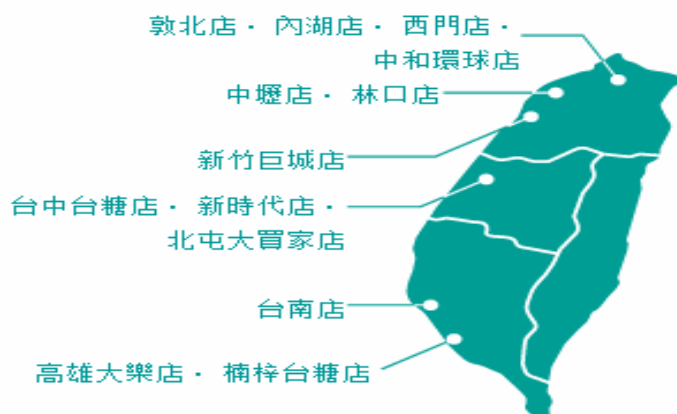


图表35：宜得利年新开门店 20-30 家



来源：公司网站、公司报表、国金证券研究所

图表36：宜得利台湾门店



- 未来 OEM 业务的发展空间：1) 跟随现有客户增长；2) 拓展新客户；3) 由OEM模式向ODM模式转型，提升盈利空间。
- 跟随现有客户扩张：如上所述，随着宜家亚太地区的加速扩张，以及公司在宜得利销售占比的提升，公司会从客户发展中受益。
- 拓展新客户：从目前情况来看，公司 OEM 业务主要依赖宜家 and 宜得利两大公司，其他企业订单增长并不明显。但相信随着公司知名度的进一步提升，公司与其它国际知名家具零售企业的合作可能性也会增大。
- 业务模式转型，提升盈利水平。传统 OEM 业务附加值和技术含量较低，竞争强度大，因此从 OEM 向 ODM 转型是公司的发展方向。目前



公司供应宜得利的产品由自己设计，即合作方式已由 OEM 向 ODM 过渡，我们预计随着公司向 ODM 业务升级，公司会更多地参与产品开发环节，不仅能扩大公司的业务范围，拓展新的合作伙伴，同时也有利于提高公司产品附加值，盈利能力有望进一步增强。

#### 募投项目扩张产能，布局华北市场

- 公司上市共募集资金净额 6 亿元左右，其中募投项目投资 4.64 亿元。公司拟利用募集资金在香河和绍兴本部扩建生产线，随着募投项目逐步达产，公司的生产能力将得到显著提升。具体募投项目包括主要用于北方家具生产线、软床及配套产品生产线、信息化系统三个项目。
- 北方家具生产线建设项目：拟在河北廊坊市香河县建设床垫及软床生产基地，占地面积约 6.67 万平方米，生产床垫 70 万张、软床 2 万张，总投资额约 2.76 亿元，建设期为两年。北方家具生产线建设将有效解决公司目前面临的产能瓶颈问题，进一步扩大公司的收入规模，提升市场占有率。同时北方生产线的建立也有助于公司继续向华北地区开拓营销渠道，完善公司的全国战略性布局。而且北方市场的拓展将扩大公司销售半径，减少运输成本，缩短供货周期，提升公司的盈利水平。
- 软床及其配套产品生产线建设项目：拟在浙江省绍兴市喜临门工业园区内，建成占地面积近 7871 平方米软床及配套产品生产线，可生产 4.5 万套软床及配套产品。

图表37：公司募投项目

	拟投入募集资金金额（亿元）	产能变化（万张）			
		产品	现有产能	募投项目新增产能	投产后总产能
北方家具生产线	2.76	床垫	100	70	170
软床及配套产品生产线	1.46	软床	2.5	6.5	9
信息化升级改造项目	0.42				
合计	4.64				

来源：招股书、国金证券研究所

#### 盈利预测及估值

- 公司各产品销售收入、毛利率预测见销售预测表。
- 费用预测及税费假设如下表：

图表38：公司费用率及所得税率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售费用率%	15.80%	15.97%	12.05%	12.50%	12.80%	12.50%
管理费用率%	8.75%	8.63%	8.23%	8.00%	8.00%	8.00%
所得税率%	12.92%	9.24%	17.77%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：国金证券研究所

- EPS：2012 年 0.52 元、2013 年 0.64 元、2014 年 0.77 元。

- 我们预计公司 2012-2014 年营业收入为 9.31 亿元、11.36 亿元、13.8 亿元，分别同比增长 11.1%、22%、21.5%。
- 2012-2014 年公司归属于母公司的净利润分别为 1.09 亿元、1.34 亿元、1.62 亿元，分别增长 23.4%、22.4%、20%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.52 元、0.64 元、0.77 元。
- 我们认为床垫行业虽然短期内受地产调控的影响，但公司 OEM 业务放量有望平抑景气下滑，而从中长期看随着我国床垫行业的整合，公司有望凭借强大的研发能力、较强的品牌知名度以及快速拓展的渠道网络，成为行业最终的优胜者，我们给予公司“增持”评级，目标价 10.9-11.5 元，相当于 2013 年 17-18 倍 PE。

图表39：可比公司估值水平

股票代码	股票名称	EPS			PE			股价 (12.12.14)	主营业务及模式	投资评级
		2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E			
002572	索菲亚	0.63	0.81	1.01	33.4	26.0	20.8	21.0	定制衣柜/内销/经销商模式为主	买入
600337	美克股份	0.3	0.06	0.22	17.3	86.3	23.5	5.2	成品家具/内销+出口/内销以直营店模式	增持
600978	宜华木业	0.22	0.27	0.34	20.7	16.9	13.4	4.6	成品家具+地板/出口为主/内销以直营店模式	NA
002621	德尔家居	0.7	0.54	0.65	14.1	18.2	15.1	9.8	地板/内销/经销商模式	NA
000910	大亚科技	0.27	0.21	0.26	16.9	21.8	17.6	4.6	地板+板材/内销为主/经销商模式	NA

来源：国金证券研究所

图表40：公司收入分产品预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>民用家具-自有品牌</b>						
销售收入（百万元）	236.66	304.24	364.76	399.36	501.34	625.92
增长率（YOY）	#REF!	28.56%	19.89%	9.49%	25.53%	24.85%
毛利率	58.37%	44.86%	41.38%	40.70%	40.30%	40.00%
销售成本（百万元）	98.52	167.76	213.82	236.82	299.30	375.55
增长率（YOY）	#REF!	70.28%	27.46%	10.76%	26.38%	25.48%
毛利（百万元）	138.14	136.48	150.94	162.54	202.04	250.37
增长率（YOY）	#REF!	-1.20%	10.59%	7.69%	24.30%	23.92%
占总销售额比重	39.29%	45.40%	43.51%	42.90%	44.15%	45.37%
占主营业务利润比重	52.02%	52.30%	51.25%	50.48%	51.74%	52.89%
<b>民用家具-OEM</b>						
销售收入（百万元）	285.06	282.46	348.21	429.35	521.69	631.09
增长率（YOY）	#REF!	-0.91%	23.28%	23.30%	21.51%	20.97%
毛利率	40.79%	34.00%	31.15%	30.60%	30.30%	30.20%
销售成本（百万元）	168.78	186.42	239.74	297.97	363.62	440.50
增长率（YOY）	#REF!	10.45%	28.60%	24.29%	22.03%	21.14%
毛利（百万元）	116.27	96.04	108.47	131.38	158.07	190.59
增长率（YOY）	#REF!	-17.41%	12.95%	21.12%	20.32%	20.57%
占总销售额比重	47.33%	42.15%	41.54%	46.12%	45.94%	45.75%
占主营业务利润比重	43.79%	36.80%	36.83%	40.81%	40.48%	40.26%
<b>酒店家具</b>						
销售收入（百万元）	79.81	82.24	122.94	100.00	110.00	120.00
增长率（YOY）	#REF!	3.04%	49.50%	-18.66%	10.00%	9.09%
毛利率	13.10%	35.42%	27.33%	26.90%	26.50%	26.00%
销售成本（百万元）	69.36	53.11	89.34	73.10	80.85	88.80
增长率（YOY）	#REF!	-23.43%	68.22%	-18.18%	10.60%	9.83%
毛利（百万元）	10.46	29.13	33.60	26.90	29.15	31.20
增长率（YOY）	#REF!	178.60%	15.37%	-19.95%	8.36%	7.03%
占总销售额比重	13.25%	12.27%	14.67%	10.74%	9.69%	8.70%
占主营业务利润比重	3.94%	11.16%	11.41%	8.35%	7.46%	6.59%
销售总收入（百万元）	602.29	670.07	838.24	931.01	1135.53	1379.52
销售总成本（百万元）	336.76	409.13	543.71	609.04	745.02	906.11
毛利（百万元）	265.52	260.94	294.53	321.97	390.51	473.41
平均毛利率	44.09%	38.94%	35.14%	34.58%	34.39%	34.32%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

**损益表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>602</b>	<b>670</b>	<b>838</b>	<b>931</b>	<b>1,136</b>	<b>1,380</b>
增长率		11.3%	25.1%	11.1%	22.0%	21.5%
<b>主营业务成本</b>	<b>-337</b>	<b>-409</b>	<b>-544</b>	<b>-609</b>	<b>-745</b>	<b>-906</b>
%销售收入	55.9%	61.1%	64.9%	65.4%	65.6%	65.7%
<b>毛利</b>	<b>266</b>	<b>261</b>	<b>295</b>	<b>322</b>	<b>391</b>	<b>473</b>
%销售收入	44.1%	38.9%	35.1%	34.6%	34.4%	34.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>营业费用</b>	<b>-95</b>	<b>-107</b>	<b>-101</b>	<b>-116</b>	<b>-145</b>	<b>-172</b>
%销售收入	15.8%	16.0%	12.1%	12.5%	12.8%	12.5%
<b>管理费用</b>	<b>-53</b>	<b>-58</b>	<b>-69</b>	<b>-74</b>	<b>-91</b>	<b>-110</b>
%销售收入	8.8%	8.6%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>112</b>	<b>90</b>	<b>118</b>	<b>125</b>	<b>146</b>	<b>181</b>
%销售收入	18.6%	13.5%	14.1%	13.4%	12.9%	13.1%
<b>财务费用</b>	<b>-21</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>10</b>
%销售收入	3.5%	1.5%	1.3%	-0.4%	-1.0%	-0.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>-9</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>105</b>	<b>128</b>	<b>158</b>	<b>191</b>
营业利润率	13.5%	11.9%	12.5%	13.7%	13.9%	13.8%
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	<b>107</b>	<b>128</b>	<b>158</b>	<b>191</b>
利润率	13.4%	13.2%	12.7%	13.7%	13.9%	13.8%
<b>所得税</b>	<b>-10</b>	<b>-8</b>	<b>-19</b>	<b>-19</b>	<b>-24</b>	<b>-29</b>
所得税率	12.9%	9.2%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>70</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>109</b>	<b>134</b>	<b>162</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>70</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>109</b>	<b>134</b>	<b>162</b>
净利率	11.7%	12.0%	10.5%	11.7%	11.8%	11.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>70</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>109</b>	<b>134</b>	<b>162</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>27</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>40</b>	<b>70</b>
<b>非经营收益</b>	<b>16</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-1</b>	<b>-32</b>	<b>-41</b>	<b>4</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>113</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>146</b>	<b>145</b>	<b>193</b>
<b>资本开支</b>	<b>-21</b>	<b>-35</b>	<b>-48</b>	<b>-77</b>	<b>-270</b>	<b>-260</b>
<b>投资</b>	<b>108</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>24</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>111</b>	<b>-35</b>	<b>-47</b>	<b>-77</b>	<b>-270</b>	<b>-260</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>38</b>	<b>0</b>	<b>588</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-281</b>	<b>54</b>	<b>-70</b>	<b>-130</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>73</b>	<b>-35</b>	<b>-45</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-207</b>	<b>56</b>	<b>-115</b>	<b>454</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>17</b>	<b>91</b>	<b>-69</b>	<b>523</b>	<b>-125</b>	<b>-67</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>86</b>	<b>179</b>	<b>109</b>	<b>631</b>	<b>507</b>	<b>440</b>
<b>应收款项</b>	<b>140</b>	<b>143</b>	<b>176</b>	<b>180</b>	<b>217</b>	<b>264</b>
<b>存货</b>	<b>59</b>	<b>96</b>	<b>137</b>	<b>125</b>	<b>153</b>	<b>186</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>42</b>
<b>流动资产</b>	<b>299</b>	<b>437</b>	<b>448</b>	<b>968</b>	<b>912</b>	<b>932</b>
%总资产	64.2%	69.7%	68.1%	79.0%	65.2%	57.9%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>139</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>228</b>	<b>462</b>	<b>656</b>
%总资产	29.8%	23.9%	23.8%	18.6%	33.0%	40.8%
<b>无形资产</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>48</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>20</b>
<b>非流动资产</b>	<b>167</b>	<b>190</b>	<b>210</b>	<b>257</b>	<b>487</b>	<b>678</b>
%总资产	35.8%	30.3%	31.9%	21.0%	34.8%	42.1%
<b>资产总计</b>	<b>465</b>	<b>627</b>	<b>657</b>	<b>1,225</b>	<b>1,399</b>	<b>1,609</b>
<b>短期借款</b>	<b>146</b>	<b>200</b>	<b>130</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>98</b>	<b>131</b>	<b>185</b>	<b>178</b>	<b>217</b>	<b>264</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>20</b>
<b>流动负债</b>	<b>284</b>	<b>351</b>	<b>325</b>	<b>197</b>	<b>236</b>	<b>284</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>284</b>	<b>352</b>	<b>325</b>	<b>197</b>	<b>236</b>	<b>284</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>181</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>1,028</b>	<b>1,163</b>	<b>1,325</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>465</b>	<b>627</b>	<b>657</b>	<b>1,225</b>	<b>1,399</b>	<b>1,609</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.587	0.512	0.558	0.518	0.640	0.772
每股净资产	1.512	1.749	2.107	4.897	5.537	6.310
每股经营现金净流	0.941	0.442	0.592	0.693	0.692	0.920
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	38.80%	29.25%	26.48%	10.58%	11.56%	12.24%
总资产收益率	15.12%	12.85%	13.37%	8.88%	9.61%	10.07%
投入资本收益率	29.74%	17.25%	21.05%	10.30%	10.70%	11.61%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	11.25%	25.10%	11.07%	21.97%	21.49%
EBIT增长率	N/A	-19.14%	30.83%	5.32%	17.48%	23.62%
净利润增长率	N/A	14.46%	9.06%	23.80%	23.57%	20.61%
总资产增长率	N/A	34.71%	4.83%	86.43%	14.16%	15.04%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	40.9	74.2	66.0	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	32.2	69.4	78.1	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	45.2	89.4	92.9	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	83.5	81.3	66.1	71.5	127.4	166.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	33.08%	7.35%	5.99%	-61.52%	-43.69%	-33.30%
EBIT利息保障倍数	5.3	9.1	11.1	-36.8	-12.4	-18.5
资产负债率	61.03%	56.07%	49.52%	16.07%	16.88%	17.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
 www.jztzw.net

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	5	7	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；  
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；  
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 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, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net