

公司内销改革年，播种静候收获

投资要点：

- 国内床垫行业将迎来居民消费水平提高和城镇化的全面消费升级
- 公司处于经营和业绩改善期，当前股价具备较高的安全边际

报告摘要：

- **国内床垫行业龙头，率先上市利好发展。**公司为国内最大的床垫生产企业，2012年7月上市至今唯一A股床垫上市公司。公司床垫产值全行业第一，是宜家在国内唯一供应商。自有品牌喜临门为床垫驰名品牌，98年聘请沈殿霞代言开创国内营销界先河，经营数十载积累了较高的品牌知名度和美誉度。
- **引入职业经理人团队，品牌内销吐新芽。**去年底公司引入以贝因美前营销总监俞雷为核心的职业经理人团队，通过重塑品牌形象，加强公关营销、重新装修改造门店提升品牌整体档次。今年推出“净眠”系列高端产品，梳理产品线，整体提价30-50%。公司旗下由BBR、sleemon、喜临门、法诗曼、爱倍构成品牌金字塔针对不同市场。预计未来三年公司将在839家门店的基础上每年新开200家加盟店，保持较高的外延增速。网络销售和酒店家具新型渠道12年增速均翻番。
- **OEM 稳定增长保业绩，募投项目投放在即。**宜家为公司第一大客户，销售占比达三成，2013年宜家在国内开店加速，作为宜家在中国唯一供货商充分享受宜家成长。公司募投项目合计70万张床垫（原有产能100万张）和6.5万张软床（原有产能2.5万张）将在今年三季度到明年初陆续投产，缓解公司产能不足问题。另外，9000吨的海绵生产项目将更好地服务国内外客户，对上游原料的把控保证产品质量。
- **我国床垫行业处在成长初期，企业发展空间巨大。**截止2011年我国床垫行业CR8仅11.16%，而同期美国床垫业CR4高达61%，最大的丝涟占比19%。我国床垫行业处于品牌竞争的成长期初期，是诞生巨头公司的摇篮期。
- **给予“买入”评级。**预计公司2013-15年EPS分别为0.40,0.50,0.66元，对应13年PE仅15倍，未来将享受估值和业绩双提升。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	838	897	1049	1317	1654
增长率 (%)	25.10	7.02	16.91	25.61	25.58
归母净利润(百万)	88	102	125	159	207
增长率 (%)	9.06	15.78	22.81	27.22	30.02
每股收益	0.28	0.32	0.40	0.50	0.66
市盈率	0.00	22.99	15.43	12.12	9.31

买入

目标价格：8.00元

造纸轻工研究组

分析师：

曾知(S1180513060002)

电话：021-51782235

Email: zengzhi@hysec.com

市场表现



相关研究

新股深度报告：喜临门：床垫龙头，分享中国消费制造升级

2012-07-03

个股深度报告：美克股份：高端实木家具王牌进入发展新阶段

2012-09-13

个股深度报告：索菲亚：开创定制时代

2012-08-20

行业深度报告：家具行业：内销烽烟起，品牌定乾坤

2012-05-29

目录

一、国产品牌床垫龙头企业.....	5
(一) 深耕行业数十年，行业领导者之一	5
(二) 毛利率保持较高水平	6
(三) OEM 为公司提供业绩保证	7
(四) 股权架构：实际控制人稳定，金石持股成本高	7
二、床垫行业分析	9
(一) 行业集中度低，发展处于初级阶段	9
(二) 下游需求将促进行业景气	11
1、消费升级促使需求增长	11
2、城镇化加速床垫消费习惯普及	12
3、户均居住面积的增大将提高床垫人均拥有率	12
4、房地产市场回暖进一步拉动消费	13
5、酒店行业高速发展带来消费需求	13
(三) 行业未来向高端专业化发展	15
三、丝涟：全球最大床垫品牌的前世今生.....	17
(一) 床垫的历史沿革	17
(二) 百年经营成就全球第一床垫品牌	18
(三) 经济危机使床垫行业陷入泥潭	19
(四) 对比与启示	20
四、公司竞争优势分析	20
(一) 抢先上市树立品牌形象，募集资金加速产能扩张	20
(二) 未来 OEM 继续保持稳定增长	21
(三) 品牌金字塔成型，整体档次提升	22
(四) 研发新材料不断提升产品品质	23
(五) 引入职业经理人团队，品牌形象焕然一新	24
1、新的品牌形象+公关活动+门店形象改造	24
2、多渠道同步发展，加大销售投入	25
五、公司财务分析	27
(一) 盈利稳中有升保持增长	27
(二) 经营能力有待改善	27
(三) 偿债能力显著提升	28
六、盈利预测	29
(一) 核心假设	29
(二) 盈利预测	31
七、风险提示	31
(一) 原材料价格大幅波动的风险	31
(二) OEM 客户集中的风险	31

(三) 地产销售放缓下滑	31
--------------------	----

图目录

图 1: 2010-2012 年公司主营业务收入情况	5
图 2: 2010-2012 年公司净利润情况	5
图 3: 2012 年公司主营业务收入构成	5
图 4: 公司主要产品毛利率情况	6
图 5: 公司产品原材料使用情况	6
图 6: OEM 业务占比超四成	7
图 7: 对宜家的销售收入及占营业收入比例	7
图 8: 股权架构情况	8
图 9: 中国床垫市场集中度	9
图 10: 美国床垫市场集中度	9
图 11: 我国床垫行业市场份额情况	10
图 12: 2007 年美国家具各个子行业市场集中度对比	10
图 13: 美国各床垫企业市场份额情况	10
图 14: 中国市场以增产为主要驱动力	10
图 15: 中美人口和床垫销量对比	11
图 16: 中国人均床垫年购买量远低于美国	11
图 17: 中国床垫行业规模以上企业销量及预测 (万张)	11
图 18: 中国城乡人口对比	12
图 19: 中国城镇化率	12
图 20: 中国人均居住面积	12
图 21: 住宅竣工面积情况	12
图 22: 二室一厅装修图	13
图 23: 三室两厅装修图	13
图 24: 中国软体家具产量与商品房销售面积累计增速情况	13
图 25: 中国星级酒店床垫需求量及预测	14
图 26: 中国快捷酒店数量及客房数变化情况	14
图 27: 床垫行业生命周期及行业特征	15
图 28: 中国床垫市场高端-低端正金字塔分布	16
图 29: 美国床垫市场高端-低端产品倒金字塔分布	16
图 30: 十年间美国床垫营销环节变化巨大	17
图 31: 弹簧床垫的经典 5 层结构	18
图 32: 丝涟品牌的发展历程	18
图 33: 丝涟历年销售收入情况 (单位: 百万美元)	19
图 34: 2011 年丝涟销售收入按地理分布占比	19
图 35: 丝涟净利润大幅下滑 (单位: 千美元)	19
图 36: 丝涟美国市场占有率变化情况	19
图 37: 丝涟毛利率变化情况	20
图 38: 公司床垫产能利用率饱和	21
图 39: 公司软床产能严重不足	21

图 40: 宜家中国大陆商场数量变化.....	22
图 41: 对宜得利销售收入变化.....	22
图 42: 20 城市睡眠指数得分.....	25
图 43: 不同性别群体受床垫产品影响程度.....	25
图 44: 公司门店分布情况.....	26
图 45: 公司现有营销网络情况.....	26
图 46: 公司网络营销流程.....	27
图 47: 应收账款情况.....	28
图 48: 存货情况.....	28
图 49: 短期偿付能力.....	28
图 50: 资产负债情况.....	28

表目录

表 1: 公司前五大股东持股情况.....	8
表 2: 公司股份流通情况.....	8
表 3: 中国床垫业务主要销售渠道优劣对比.....	16
表 4: 新增产能项目.....	21
表 5: 品牌风格定位差异化.....	23
表 6: 美国市场研发新材料企业异军突起.....	24
表 7: 盈利预测假设及结果.....	29
表 8: 财务三表预测.....	32

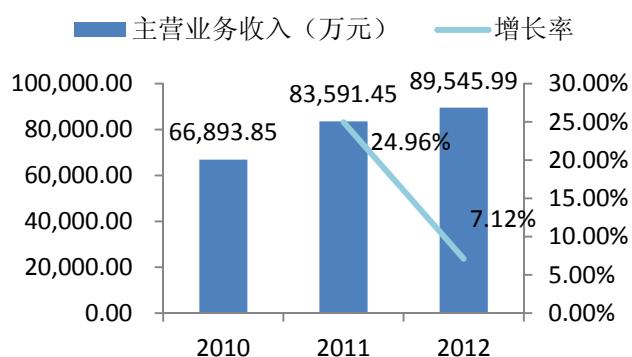
一、国产品牌床垫龙头企业

(一) 深耕行业数十年，行业领导者之一

喜临门公司是国内最早一批从事床垫生产加工的企业，公司始终以“致力于人类健康睡眠”为使命，专注于设计、研发、生产、销售以床垫为核心的高品质家具，凭借着深厚的行业积累和技术研发优势，公司已经成为国内床垫行业的领军企业之一。

喜临门是国内规模最大的床垫生产企业，2012年7月成功在上海主板上市，是国内床垫行业唯一一家上市公司。上市之初，公司床垫产能105.5万张/年，软床产能3万张/年。根据《中国家具》(2011年2月)公布的数据，全国规模以上床垫企业占床垫工业销售产值的11.16%，喜临门占比约为3.98%，位居行业第一。募投项目达产后预计床垫产能170万张，软床9万张。公司2012年收入8.97亿元，归属于母公司净利润1.02亿元，三年复合增长率分别为15.71%，12.37%。

图 1：2010-2012 年公司主营业务收入情况



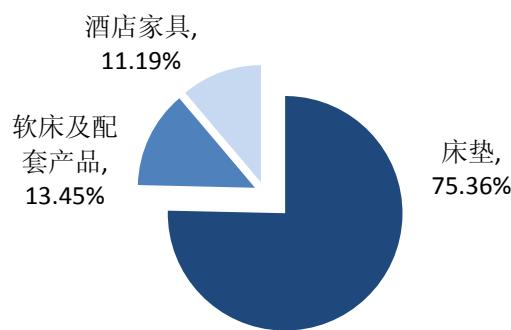
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：2010-2012 年公司净利润情况



资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：2012 年公司主营业务收入构成



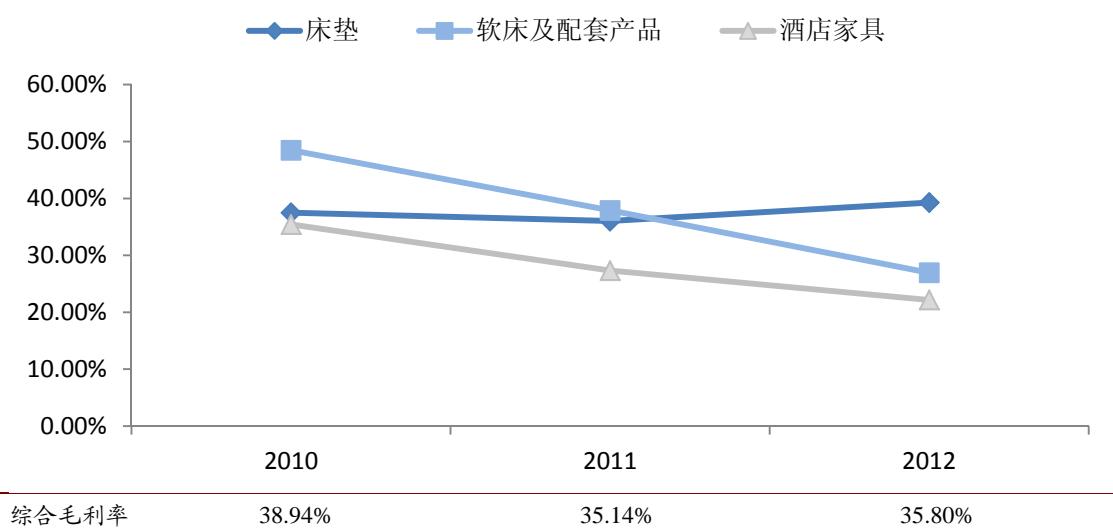
资料来源：公司年报，宏源证券

(二) 毛利率保持较高水平

公司产品均保持较高的毛利率，综合毛利率稳定在35%以上。从产品来看，公司主要业务床垫毛利保持在较高水平，软床及配套产品和酒店家具的毛利率虽波动较大，但平均来看毛利率依然较高。从客户构成来看，品牌内销随着产品升级、提价毛利率逐年提升；OEM业务作为宜家在中国的唯一主供应商，毛利率稳定具备一定的安全边际。

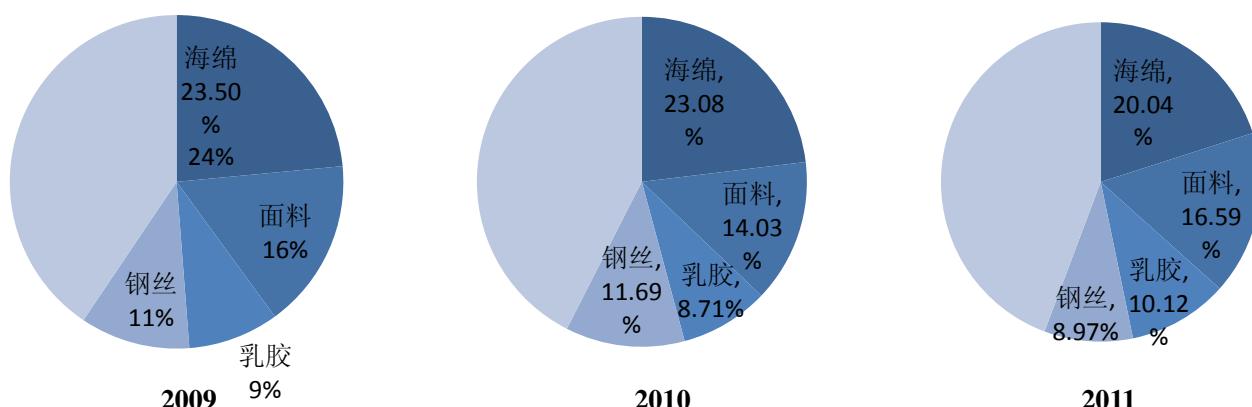
原材料价格波动和产品结构调整是影响毛利率的主要因素，从10到12年的情况来看公司的毛利率呈现一定的下滑趋势，但我们认为床垫产品是个附加值弹性较高的产品，未来产品的毛利率将会维持在一个相对稳定的水平。

图 4：公司主要产品毛利率情况



海绵作为公司采购量最大的原材料，新建设的海绵9000吨生产基地项目，向上游原料供给延伸，投产后将进一步控制成本，稳定公司的毛利率水平。

图 5：公司产品原材料使用情况



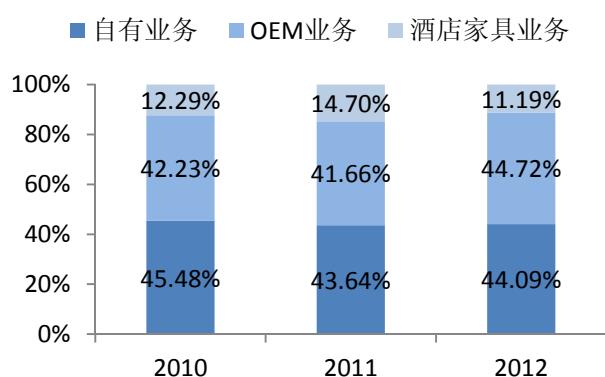
资料来源：招股说明书，宏源证券

(三) OEM 为公司提供业绩保证

公司 OEM (贴牌生产) 业务 10 至 12 年相应的收入占主营业务收入均达到四成。虽然 OEM 业务的毛利率低于公司综合毛利率，为 30% 左右，但其较大的业务量为公司提供了稳定的收入来源。

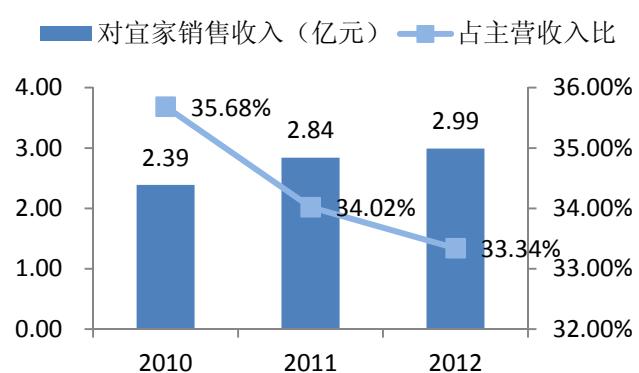
公司最大的 OEM 客户是宜家公司，2012 年公司向宜家公司的销售占销售收入的比例为 33.34%，目前为宜家公司提供的床垫有 300 多种，是宜家公司全球床垫供应商中唯一一家全品类的供应商，公司已与宜家公司形成较为稳定的合作关系。2010 至 2012 年公司实现对宜家的销售收入逐年增长，分别为 2.39、2.84、2.99 亿元。

图 6: OEM 业务占比超四成



资料来源：公司年报，宏源证券

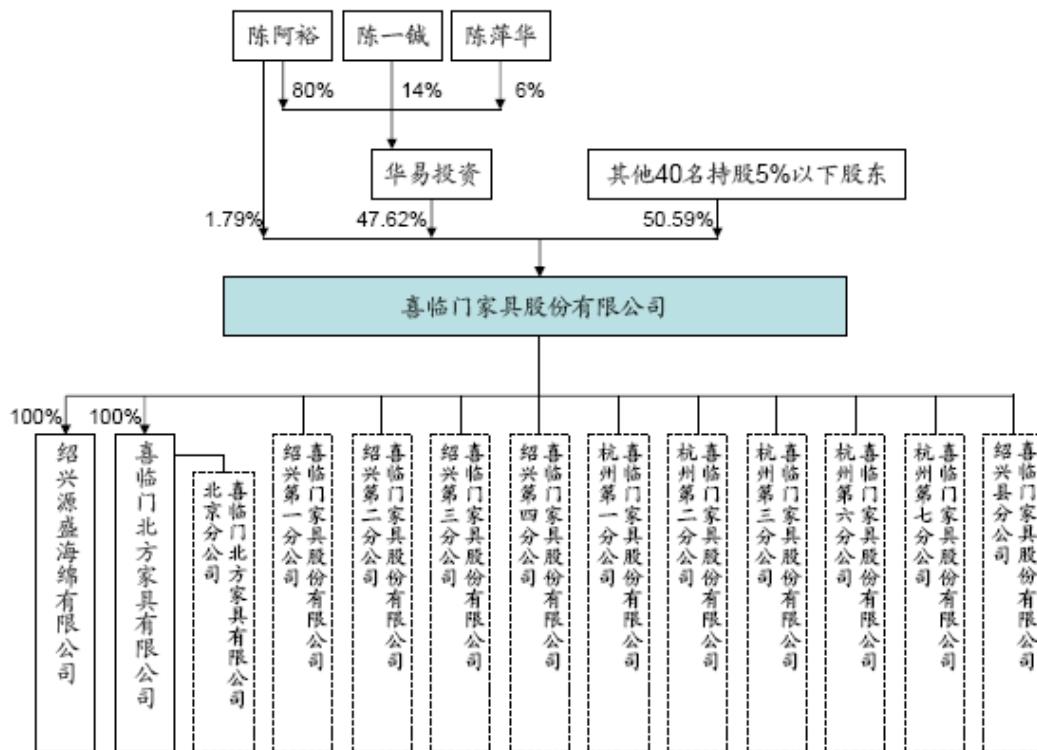
图 7: 对宜家的销售收入及占营业收入比例



资料来源：公司年报，宏源证券

(四) 股权架构：实际控制人稳定，金石持股成本高

公司创始人陈阿裕除直接持有发行人 1.34% 的股份，通过华易投资间接控制发行人 35.71% 的股份，合计直接间接控制发行人 37.05% 的股份，为公司的实际控制人。

图 8：股权架构情况


资料来源：招股说明书，宏源证券

表 1：公司前五大股东持股情况

股东名称	前五大股东		持股成本及收益		
	持股数(万股)	占比	原始股持股成本(元)	解禁时间	复合年收益率
华易投资	11,250	35.71%			
广州宏德	1125	3.57%	2.4	2015-7-17	23.5%
金石投资	1125	3.57%	3.3	2014-1-17	18.7%
李伟	1125	3.57%	2.4	2013-7-17	23.5%
陈志英	844.5	2.68%	1.2	2013-7-17	

资料来源：公司公告，宏源证券

2013年首期限售股解禁为除金石投资以外的小非股东，2014年第二期解禁为金石投资，实际控制人陈阿裕及其关联人陈一铖和陈萍华对所持华易投资在2015年到期解禁。首期解禁股东名单中除广州德宏、至合投资、李伟（股份受让自亚派成长）、钱江浙商、浙商海鹏、滨江投资等财务投资者外，其他大部分为陈氏家族亲戚，和公司内部高管自然人股东。

表 2：公司股份流通情况

上市日期	上市股份数量(股)	占已流通数量比例	占总股本比例	限售股份数量(股)	上市股份类型
2015-07-17	116,728,125	62.41%	37.06%	0	首发原股东限售股份
2014-01-17	11,250,000	6.02%	3.57%	116,728,125	首发原股东限售股份
2013-07-17	108,271,875	57.89%	34.37%	127,978,125	首发原股东限售股份
2012-07-17	52,500,000	100%	25.00%	157,500,000	首发一股股份,首发机构配售股份

资料来源：公司公告，宏源证券

二、床垫行业分析

(一) 行业集中度低，发展处于初级阶段

床垫是家具产业中的新兴行业，是人们日常生活中必不可少的用品，其创造一个全然放松的睡眠情境，让人睡得健康、睡得舒适，是对床的一次革命。扎尔蒙·席梦思 1876 年利用了 14 个弹簧制造出世界上第一张弹簧床，开启了床垫行业历史。美国床垫市场经历超过 100 年的发展，是全球最为成熟的市场之一。

床垫行业在我国已有 20 多年的历史。床垫行业引进国外的生产设备和生产技术始于 80 年代初，经过不断消化和改进，产品质量有了明显的提高，达到国际水平。随着全行业技改力度的不断加大，这一行业焕发出新的生机。

研发能力以及自动化生产可以提高床垫制造商的竞争力，激烈的市场竞争将提高行业的集中度。美国市场经过 40 多年的高速发展，前四大制造商市场占有率从 20% 多增长至 61%。其行业领军者丝涟占比近 19%。我国床垫企业有上千家，其中年产能在 20 万张以上的专业床垫制造商大概在 20 家左右，市场大而分散。市场前八制造商在 2009 年度仅占有 11.16% 的市场份额，第一名的喜临门仅占 3.98%。

因此可以看到国内床垫销售呈现两个特点，一是品牌效应已经初步形成，但市场份额还是非常分散；二是品牌的区域优势比较突出。但从行业的发展趋势上来看，市场集中度提升将不可阻挡：首先床垫虽然产品同质化竞争比较严重，但不同品牌产品的质量差别确实是客观存在的，在消费者选择床垫这类使用周期长且与日常生活密切相关的产物时，对产品品质的考虑将是第一位的，这意味着消费者的购买倾向将向知名品牌倾斜；其次，行业龙头企业的市场开拓将会加速，拥有资金优势、市场能力强的企业将会获得更大的发展机会。所以行业集中度提升将是大势所趋，龙头企业将从中收益。

图 9：中国床垫市场集中度

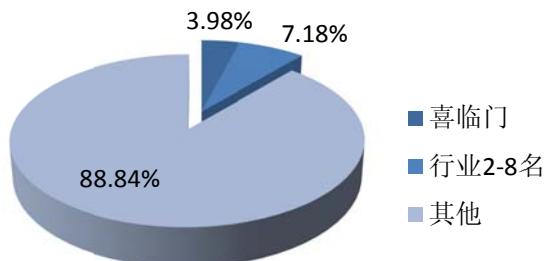
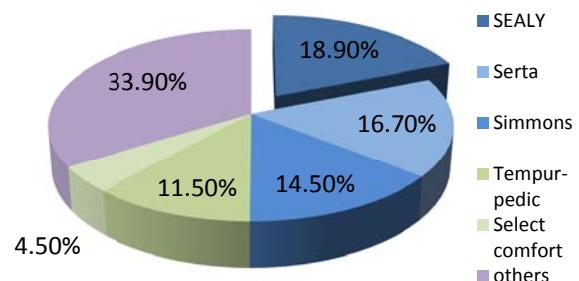


图 10：美国床垫市场集中度

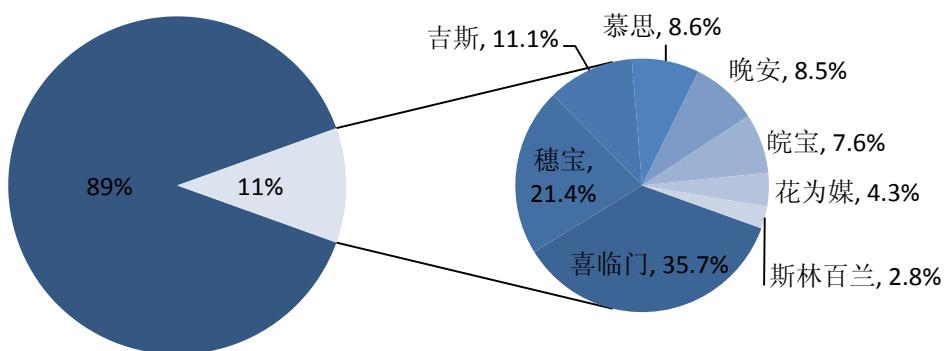


资料来源：中国家具年鉴，宏源证券

资料来源：furniture today，宏源证券

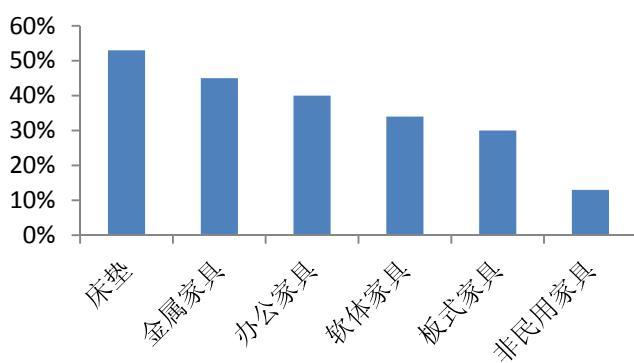
以美国为例，2010 年，席梦思（Simmons）、丝涟（Sealy）、舒达（Serta）、Tempur Pedic 前四大床垫生产商占据了高达 59% 的市场份额，前 15 大床垫制造商占据 80.5% 的市场份额。

图 11：我国床垫行业市场份额情况



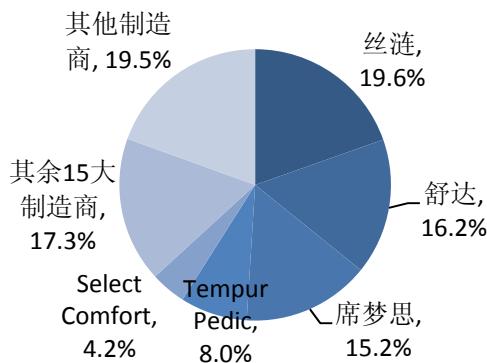
资料来源：中国家具，宏源证券

图 12：2007 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 13：美国各床垫企业市场份额情况



资料来源：今日家具，宏源证券

其次，中国床垫现阶段高增长主要依托于销量的上升。预计中国床垫行业规模 500 万以上企业至 2013 年销售额将达到 308 亿，2006 年至 2013 年年复合增长率达到 27.58%。其中，重要推动力为企业增产增销：2006 年至 2013 年销量年复合增长率 24.33%，提价贡献的销售额增加值平均每年 2% 左右。说明中国床垫市场依然处于压缩成本和扩大规模的成长初级阶段。

图 14：中国市场以增产为主要驱动力



资料来源：中国家具协会，宏源证券

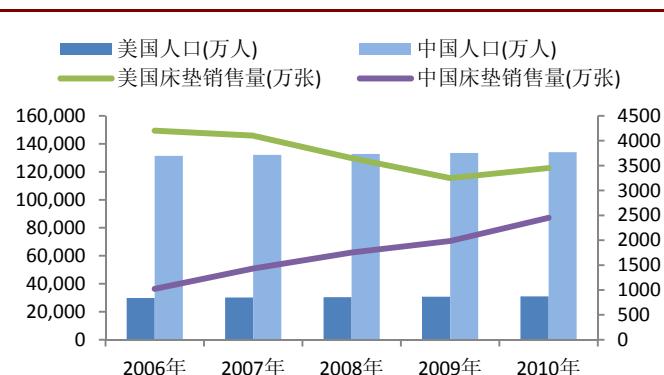
(二) 下游需求将促进行业景气

1、消费升级促使需求增长

随着国民生活品质的提高，消费者对寝居的品质要求在不断提升，尤其是人们对睡眠环境、舒适度等感性需求的提升，越来越多的人开始接受和重视床垫消费。于此同时，床垫生产技术的更新换代也在不断满足不同人群的差异化需求，从而加快了床垫的更换频率。

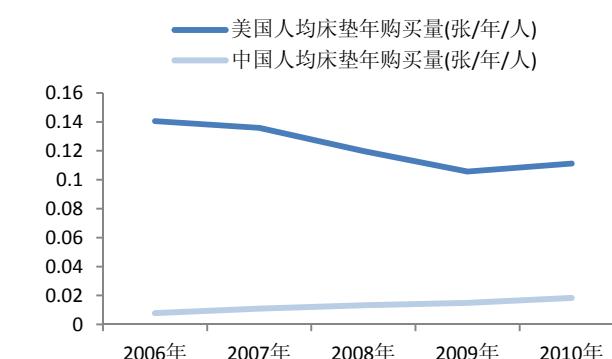
从与美国的比较来看，美国人一直是把床垫当成易耗品，更换期较短；而在国内，床垫一直是更换期 10 年左右的耐用品。2010 年，美国年人均年床垫购买量为 0.11 张，大大高于中国同期 0.02 张左右。但这一习惯正在慢慢发生变化。总体来看，床垫的消费人群在不断扩展，同时床垫的消费周期在缩短，因此国内床垫市场空间日趋增大。预计未来几年，我国床垫需求量仍然会持续上升，到 2013 年我国床垫行业规模以上企业的工业销售产值将达到 308 亿元。如果按照人均拥有床垫 0.8 张，更换期 10 年估算，我国年均床垫远期销量将超过 1 亿张，即使当前单价不变，销售额也将突破 600 亿，市场潜力非常巨大。

图 15：中美人口和床垫销量对比



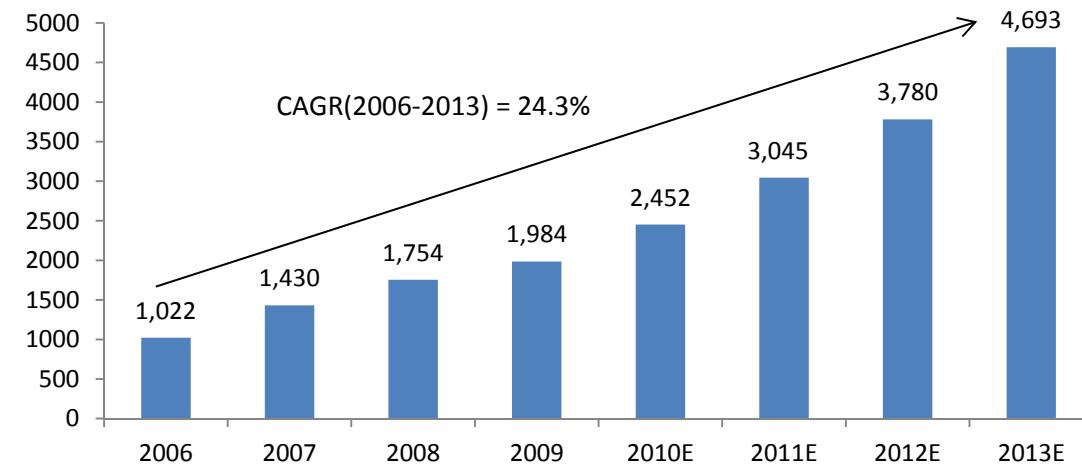
资料来源：各国统计局，ISPA，中国家具年鉴

图 16：中国人均床垫年购买量远低于美国



资料来源：各国统计局，ISPA，中国家具年鉴

图 17：中国床垫行业规模以上企业销量及预测（万张）



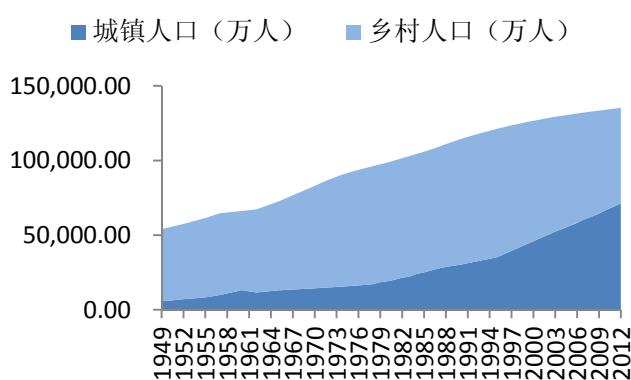
资料来源：中国家具协会，宏源证券

2、城镇化加速床垫消费习惯普及

床垫属于家具中新兴子行业，于上实际 80 年代引入中国。床垫行业的普及需要打破中国传统大众“硬床板”观念。城市作为国家对外的窗口，得以快速的接触国外先进实物，对国外思想的吸收速度快。城镇化将使更多的人口接触外部事物，熟悉城市生活方式。在自身城市化的同时将城市的生活方式传播入农村，加快了农村生活方式的转变。

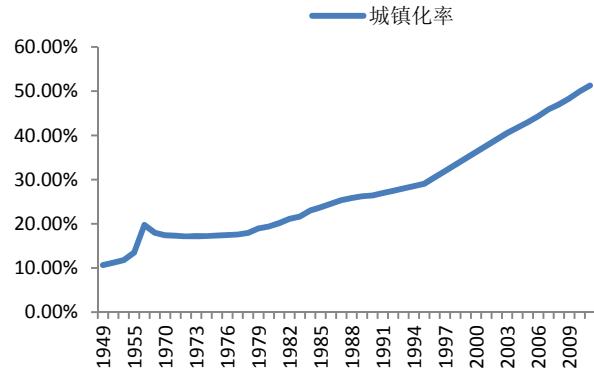
我国城市化率在 2011 年首次突破 50%，标志着我国城镇居民数超过农村居民。截止 2012 年底，我国城镇化率达到 52.57%。从发达国家经验来看，同时考虑到我国人口压力较大以及地形等因素，城镇化率有望达到 80%左右。由此可见，未来随着城镇化进程的持续前进，我国人群生活方式加速转变，持续拉动床垫消费。

图 18：中国城乡人口对比



资料来源：国家统计局

图 19：中国城镇化率

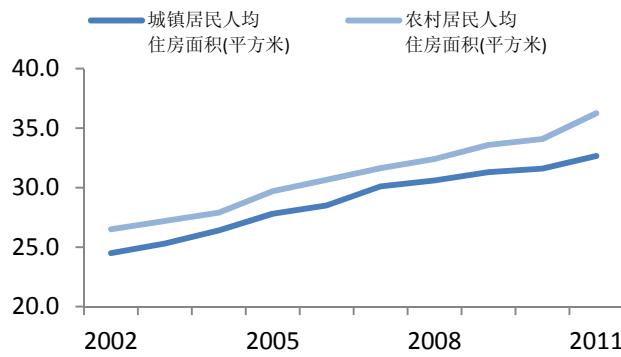


资料来源：国家统计局

3、户均居住面积的增大将提高床垫人均拥有率

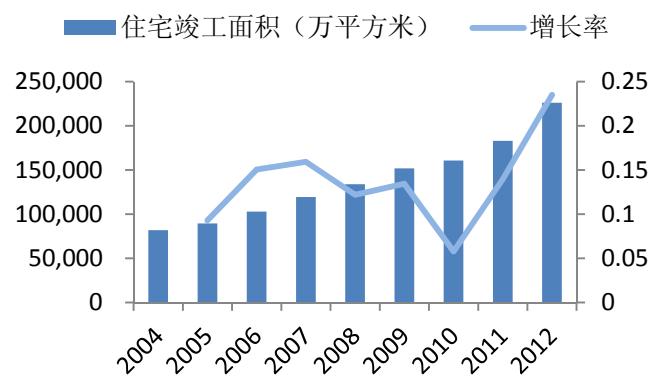
进入新世纪以来，伴随着居民人均收入水平的上升，固定资产投资尤其是住宅投资增长迅速。根据国家统计局的数据，2004 年至 2012 年间我国住宅竣工面积从 8.2 亿平方米增长至 22.6 亿平方米，年复合增长率为 13.54%。2002 年至 2011 年，城镇居民人均住房面积从 24.5 平方米增长至 32.7 平方米，年复合增长率 3.24%；农村居民人均住房面积从 26.5 平方米增长至 36.2 平方米，年复合增长率 3.54%。

图 20：中国人均居住面积



资料来源：国家统计局

图 21：住宅竣工面积情况



资料来源：国家统计局

在人均住宅面积稳定增长的趋势下，居民传统观念，真实需求等因素决定了居民对于新增面积的家具购买意向。根据国际统计局数据，按户均 3.15 人计算，我国平均家庭

住宅面积在 100 平方米左右，即许多家庭正从两室两厅户型向三室两厅户型转换。在满足家庭一主卧一儿童房的情况下，不同于外国居民倾向将其布置为书房或娱乐室，我国居民倾向于将其布置为客房。因此，在人均住宅面积稳步增长的情况下，床垫等卧室用品的增速有望超过其他家具的增速。

假设短期内农村传统思维难以改变不会购买床垫，且 50% 的城镇人口已完成转换。根据现有人均居住面积增长速度（约 2 平方米/年），5 年后户均住宅面积将达到 130 平方米，基本完成三室两厅的转换。按现有城镇人口 6.9 亿进行测算，假设转换家庭有一半将新增客房，未来 5 年此项共可以新增床垫消费量 5000 万张，平均每年 1000 万张。

图 22：二室一厅装修图



资料来源：网络资料整理

图 23：三室两厅装修图

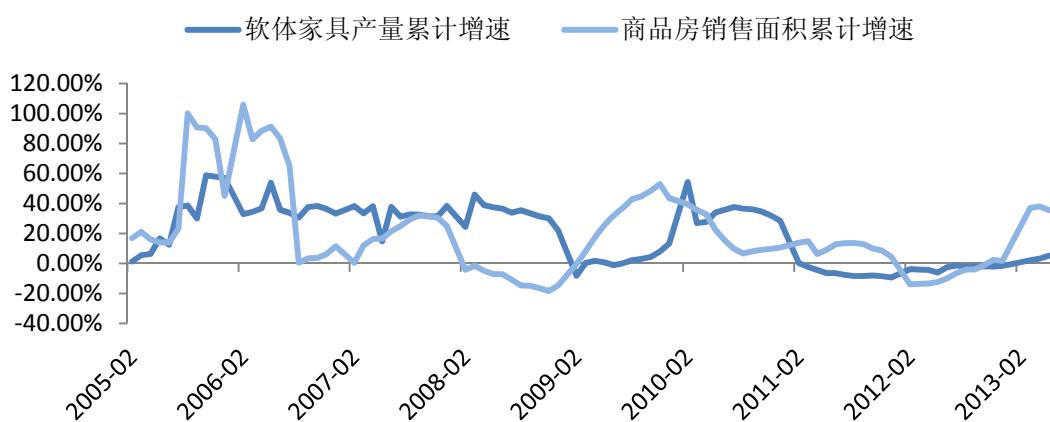


资料来源：网络资料整理

4、房地产市场回暖进一步拉动消费

由于国家房地产宏观调控政策的调整，2012 年四季度房地产市场开始回暖。根据 wind 数据库历史数据显示，我国软体家具产量情况与房地产存在同向变动的趋势，并且由于家具行业的特点，软体家具产量增速的变动对于商品房销售面积增速滞后一年至一年半的时间。这与新房交付、装修需要时间有关。因此，由于 2012 年房地产市场的回暖，2013 年的床垫消费生产将会进一步受到积极影响。

图 24：中国软体家具产量与商品房销售面积累计增速情况



资料来源：wind，宏源证券

5、酒店行业高速发展带来消费需求

床垫产品的另一主要需求来源是酒店用床垫。在经济高速发展过程中，我国饭店投资增长迅猛。经济的复苏以及旅游业的回暖直接支撑了在金融危机中受到重创的酒店业，

使得 2009 年较多停工的项目获得恢复，同时一些地方全新规划下的新酒店项目建设也纳入当期计划，酒店建设重返高峰，酒店装饰爆发增长。2012 年我国星级酒店建设情况放缓，行业景气程度下降，但是这一状况在 2013 上半年得到缓解，长期发展仍然看好。

根据国家旅游局发布的《中国星级饭店统计公报》，截至 2013 年第一季度，全国共有 12038 家星级饭店。其中五星级饭店 702 家；四星级饭店 2275 家；三星级饭店 5722 家，二星级饭店 3174 家，一星级饭店 165 家。有关人员统计整个中国各类酒店、宾馆等接待设施的总量为 30 万家左右，客房数量已经超过了 5500 万间。《饭店行业发展前景分析及投资风险预测报告》显示，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也将快速加大对床垫的需求，预计 2013 年酒店床垫的需求量将达 313 万张。

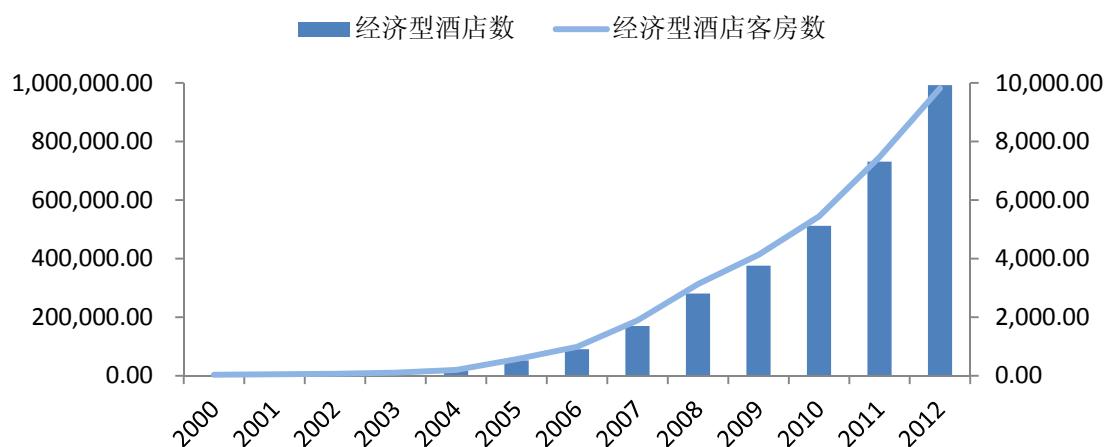
图 25：中国星级酒店床垫需求量及预测



资料来源：《中国旅游业统计公告》

此外，我国快捷酒店的建设发展也相当迅速。从 wind 数据库我们可以看到伴随旅游行业的发展，快捷商务酒店的数量几年保持快速增长。快捷酒店的发展带来对酒店床具的需求同样十分可观。

图 26：中国快捷酒店数量及客房数变化情况



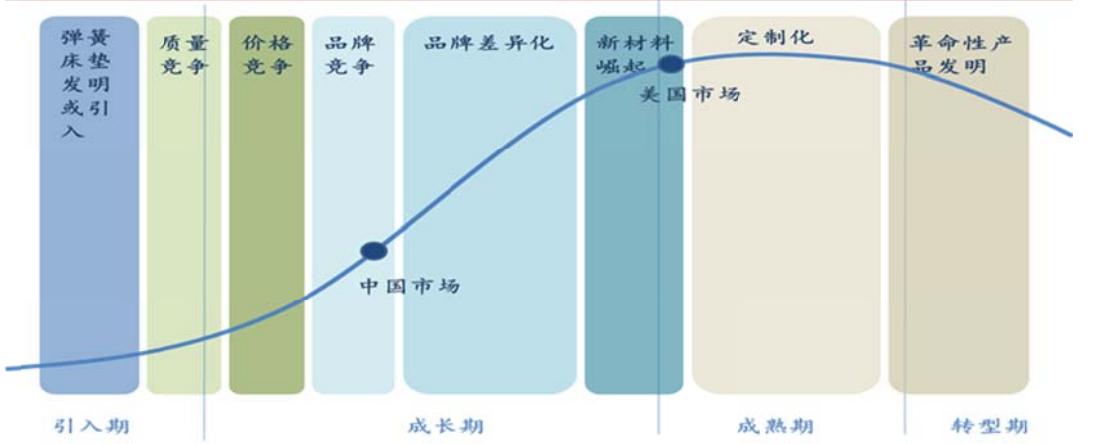
资料来源：wind，宏源证券

(三) 行业未来向高端专业化发展

根据美国床垫市场发展历史，其主要经历了品牌竞争，差异化竞争，新材料运用以及各行业领导者正在尝试的产品定制化。例如行业领导者之一席梦思（Simmons）从 Simmons 单一品牌发展至现阶段拥有多个主要子品牌：BeautySleep（中低端），Beautyrest（中端），Beautyrest Black（高端），Nature Care（乳胶垫），覆盖各类消费价格区间和各种材料。展望未来，席梦思期望进行品牌的再融合，集合资源发展客户定制化。新推出的 Recharge Sleep System 为记忆海绵增强技术，可以和多个子品牌产品相搭配，向“以客户为中心”的理念靠拢。

中国床垫市场正处于品牌竞争时期，小型床垫企业多集中于低端市场，低档产品抄袭，同质化现象严重；而国内第一集团如“喜临门”、“慧宝”、“斯林百兰”等企业已在全国或地区打响品牌，并利用渠道和规模优势竞争于中高端市场。国内第一集团的企业也已开始进行品牌差异化的营销：不同的品牌服务于特殊的顾客群体有助于更加高效的锁定客户，提高产品价值。长期角度，我国床垫市场将会按照美国床垫市场发展路径，经过新材料的引入并最终进入客户定制化阶段。

图 27：床垫行业生命周期及行业特征



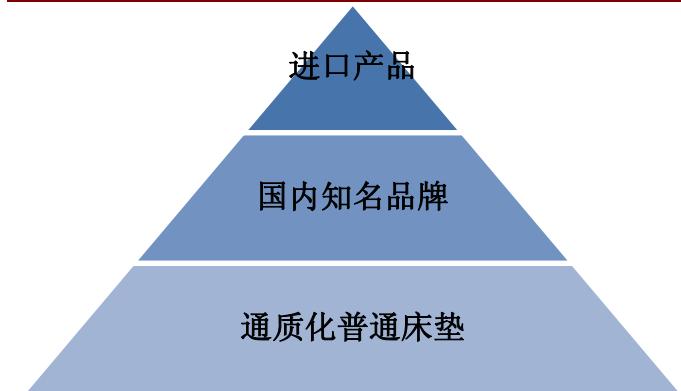
资料来源：宏源证券

在行业发展主趋势之外，行业发展过程中可能会表现出以下一些趋势：

- 行业集中度稳步提高。当前，我国床垫行业集中度较低，低端市场中充斥着小型床垫企业。床垫行业在进入品牌发展阶段后，需要制造商转变思维，针对不同客户进行研究，提高客户满意度。小型企业受资金限制，在研发投入上处于劣势；加上其规模较小，成本和质量控制提升程度有限。未来随着客户要求逐步提高以及大型厂商利用空余产能进行相同产品的大规模生产将挤压小企业的生存空间，行业集中度得到提高。

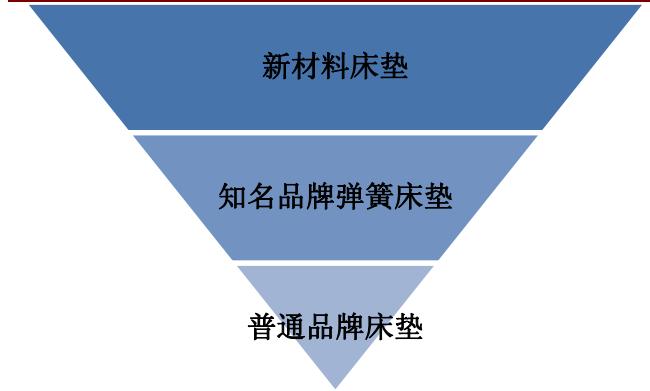
- 高端产品比重上升。随着可支配收入的提高，居民对于床垫的要求逐渐从质量或价格转变到睡眠质量，安全等方面，价格将变得不再敏感。由新材料如记忆海绵或空气囊为材料的新型床垫将逐渐成为市场主流。根据上市公司 SCSS(select comfort)的数据，高端床垫（零售价大于 1000\$）的增长高于行业的平均增速，而大部分的弹簧床垫的床垫销售价格低于 1000\$。2001-2011 年高端床垫的市场份额从 34% 上升到 54%，非弹簧床垫的份额由 2004 年的 19% 上升到 33%。

图 28: 中国床垫市场高端-低端正金字塔分布



资料来源：资料整理

图 29: 美国床垫市场高端-低端产品倒金字塔分布



资料来源：资料整理

- 专业床垫营销商成为主流。现阶段国内床垫营销渠道为家具卖场，百货以及个体店，网络直销起步较晚但增速极快。然而，美国市场数据显示销售渠道已从 1993 年的家具卖场主导变为专业床垫营销商主导。

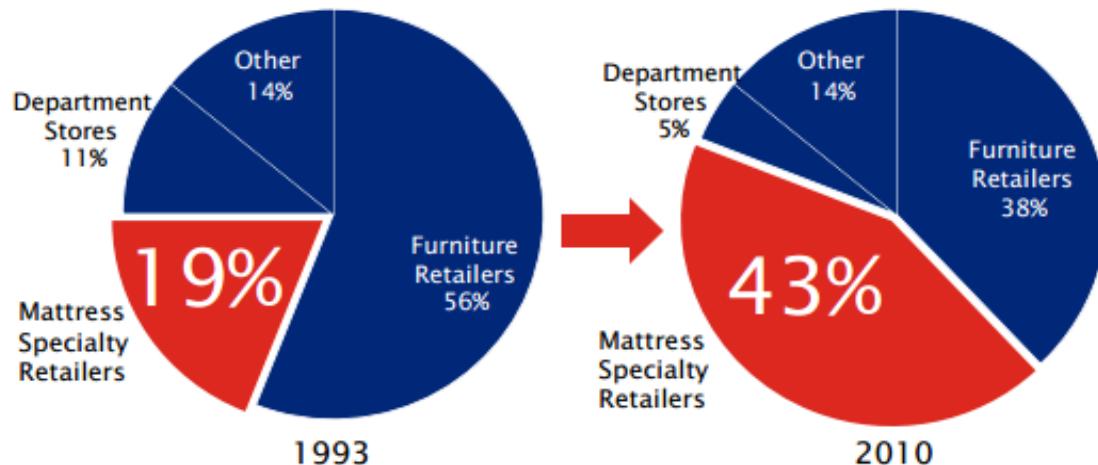
表 3: 中国床垫业务主要销售渠道优劣对比

销售渠道	优点	缺点	其他说明
家具卖场	专业化的家具销售市场	门店的可控性差	高端家具卖场通常设
	一站式的家具选购场所	租金定价较被动	有一定的进入门槛
	聚集高关注度的消费者		
个体店	门店的可控性强	缺乏市场集聚效应	目前，个体店在家具
	有利于品牌宣传	门店选址风险增强	行业中应用较少
	展示仓储空间大	门店使用成本较高	
百货商场	市场人流量大	客户选购针对性低	百货商场销售家具产
	产品选购方便	展示仓储空间较小	品的比重逐渐减少
		非专业性家具市场	
超市	市场人流量大	非专业性家具市场	
	人群覆盖面广	产品档次定位受限	
	产品购买方便	客户选购针对性低	
展会	宣传公司产品形象	渠道非持续性	展会主要集中在家具
	集聚行业发展信息	宣传功能为主	产业基地或行政区域
	了解客户需求变化	销售功能为辅	的中心
	发展潜在的经销商		
互联网	节省销售成本	缺乏产品现实体验	已逐渐成为一种重要
	具有价格优势	无法进行客户诱导	的消费方式
	在线服务持久	产品提价空间有限	

资料来源：招股说明书

图 30：十年间美国床垫营销环节变化巨大

Mattress Specialty Retailers Taking Market Share⁽¹⁾



资料来源: *furniture today*, 宏源证券

美国市场 1993 年占主导的家具卖场份额由 56% 下降到 38%，让位于专业床垫分销商，后者的市场份额上升到 43%。而传统百货公司的渠道份额也从 11% 下降到 5%。我们推断，专业床垫分销商的兴起与床垫行业的产品结构调整息息相关。丰富的品类和高产品单价促成了专业渠道逐渐从传统渠道分离。以第五大生产商 select comfort 为例，其床垫的出厂单价从 1992 年的 92\$ 上涨到 2010 年的 239\$，主要的推动力在于新材料床垫 speciaty mattess。2010 年其单价水平在 537\$，而传统弹簧床垫单价只有 201\$。

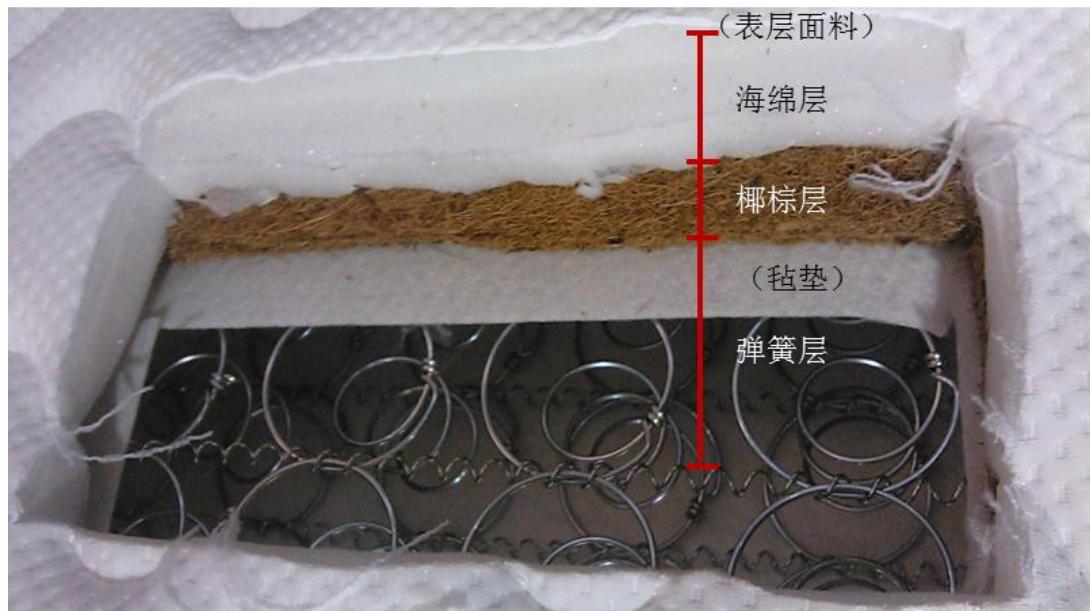
通过品牌差异化带来的丰富产品线和单位产品价值的提高，我国现阶段依托家具卖场的销售渠道有望在未来由专业销售渠道所代替。

三、丝涟：全球最大床垫品牌的前世今生

(一) 床垫的历史沿革

在相当长的一段时间内，作为与人类生活息息相关的事务，床垫只是简单的“垫子”的概念，差异只在填充物的不同，包括稻草、绒毛、棉花等等。直到 19 世纪初，弹簧床垫的发明，标志着床垫作为一个产业的出现，它不仅重树了床垫的概念，也切实地提升了人们的睡眠质量，并引领了整个行业一百多年的发展。

1828 年，英国人萨摩尔·普拉特获得了第一项弹簧软包专利，紧接着床垫技术在整个 19 世纪得到了飞速发展，而弹簧床芯床垫更是在这个过程中风行整个欧美大陆。同时，伴随着人们对睡眠质量的日益关注以及材料科学的进步，床垫产品的技术革新也是日新月异，乳胶床垫、记忆棉床垫、竹炭床垫、磁疗床垫、棕垫、水床等产品进一步推动了床垫行业的发展，而“丝涟”则正是这个过程中孕育出来的经典床垫品牌。

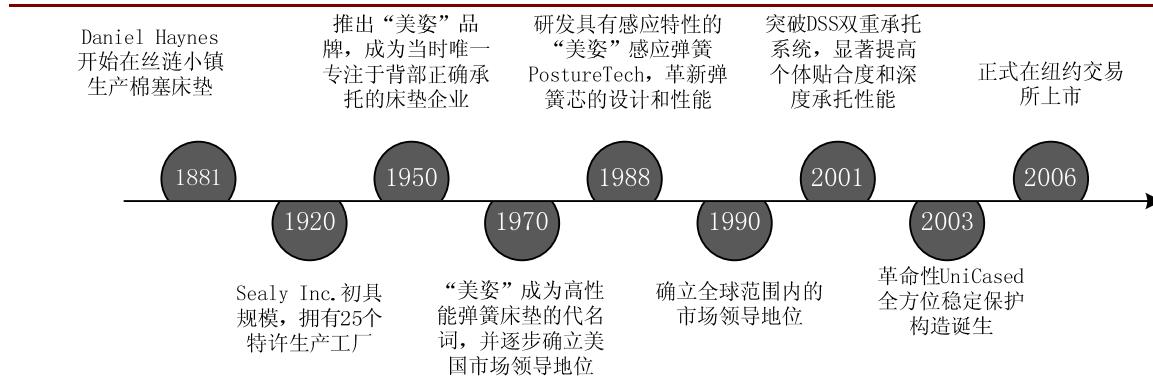
图 31: 弹簧床垫的经典 5 层结构


资料来源：宏源证券

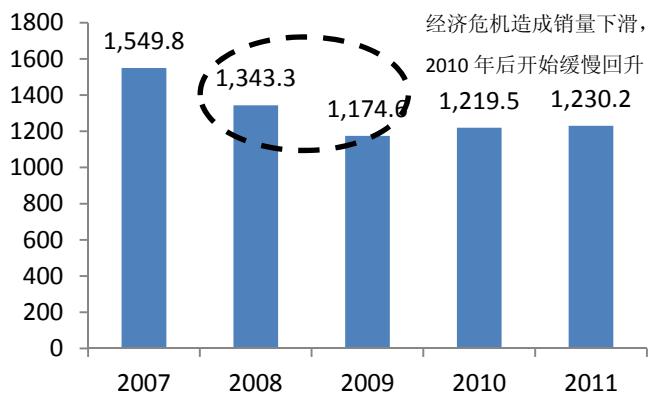
(二) 百年经营成就全球第一床垫品牌

丝涟 (sealy) 诞生于 1881 年美国德州名叫“丝涟”的小镇，其创始人 Daniel Haynes 最早生产的是棉塞床垫，经过百余年的发展，丝涟成为是全球最大的床垫制造商，连续 30 余年稳坐全球床垫业销量冠军宝座，2011 年，公司实现销售收入 12.3 亿美元，在全球拥有超过 35 个国家和地区的生产销售业务。

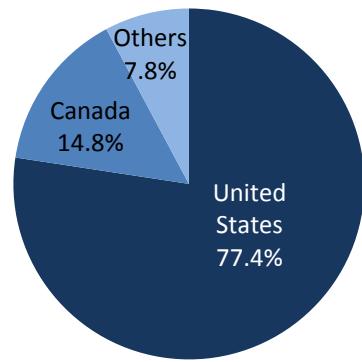
纵观丝涟的发展历程，技术革新和品牌培育是其获得市场地位的决定性因素，而其设计理念也引领了整个床垫行业的发展趋势，从最早关注背部正确承托到研发感应弹簧再到 DSS 双重承托系统的设计，丝涟品牌发展依靠的是对品质的追求以及品牌理念的坚持：舒适、承托和耐用的完美和谐。

图 32: 丝涟品牌的发展历程


资料来源：公司网站，宏源证券

图 33: 丝涟历年销售收入情况 (单位: 百万美元)


资料来源：公司年报，宏源证券

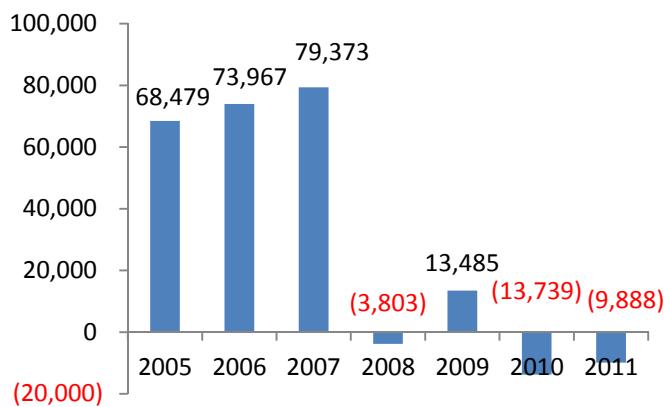
图 34: 2011 年丝涟销售收入按地理分布占比


资料来源：公司年报，宏源证券

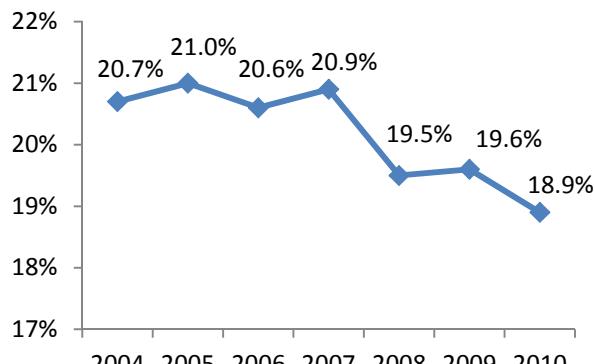
(三) 经济危机使床垫行业陷入泥潭

与国内床垫的消费属性不同，在美国床垫的更换频率更高，美国被认为是更换软床垫最勤的国家，而且床垫和经济形势呈现高度的正相关性，因此在 06、07 年床垫行业还一片欣欣向荣，但是 08 年经济危机的爆发则使得美国床垫行业陷入谷底。2009 年席梦思（simmons）宣布申请破产保护并最终完成私有化。

丝涟同样无法避免经济危机带来的负面影响，且这一影响一直延续，最终亦导致丝涟遭到收购。2011 年丝涟的净利润为 -989 万美元，其亏损主要来自利息支出和非营业性支出。丝涟始终无法摆脱亏损，纵然其销量和市场占有度依旧雄踞全球前列，但公司还是一步步走入更深的困境。最终，2013 年 3 月，泰普尔（Tempur-Pedic）实现对丝涟的收购，公司改名为泰普尔丝涟国际，丝涟股票从纽交所退市。虽然公司遭到收购，但是丝涟的品牌和产品将会延续下去。

图 35: 丝涟净利润大幅下滑 (单位: 千美元)


资料来源：公司年报，宏源证券

图 36: 丝涟美国市场占有率变化情况


资料来源：公司年报，宏源证券

图 37：丝涟毛利率变化情况


资料来源：公司年报，宏源证券

(四) 对比与启示

床垫行业在美国已经处于成熟期，无论是市场规模还是市场竞争格局都已基本固定，而我国的床垫行业依然处于发展期，市场规模将在消费升级和城镇化的推动下持续扩张，在这个过程中，出现与“丝涟”一样的行业巨头是必然趋势。

在丝涟品牌的百年运作中，品牌价值、技术优势、渠道资源构成其成功要素，并且其过程是通过技术优势获得品牌价值，再通过品牌价值获得渠道资源。但在中国目前的行业现状下，更可行的方式却是逆向的，即通过渠道扩张树立品牌价值，再通过品牌价值反哺技术积累。

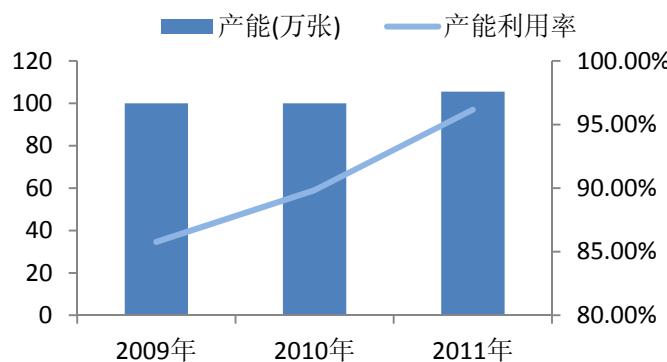
在渠道分布中，丝涟最大的客户是 Costco（美国最大的连锁会员制仓储量贩店），年销售占比超过 10%。而国内的床垫品牌厂商则需要面对更多、更散的销售渠道，这些销售渠道包括大型家居卖场、小型家居店、商场、超市以及其他各类家居市场，这也是导致床垫行业市场集中度低、床垫品牌区域性优势强的原因。在这种情况下，以资本优势覆盖渠道资源是最快最有效的扩张方式。

四、公司竞争优势分析

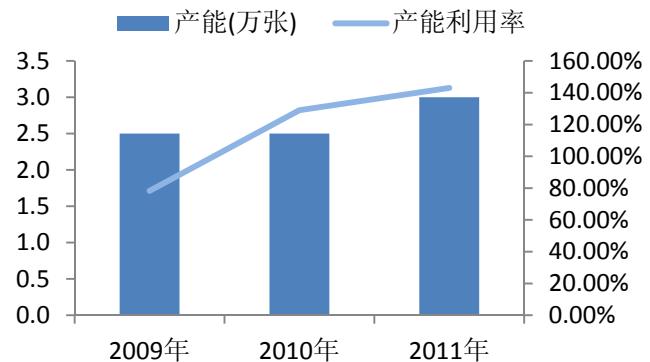
(一) 抢先上市树立品牌形象，募集资金加速产能扩张

公司于 2012 年 7 月上市，目前是国内床垫行业唯一一家上市公司，大幅提高了公司品牌形象，进一步巩固了行业龙头地位。

近几年，公司产能基本不变，产量和销量持续增加。2011 年末，公司床垫产能 105.5 万张/年，软床产能 3 万张/年，当年床垫产量 101.4 万张，软床由于市场需求过于火爆，公司不得不开辟临时生产场所，全年共产 4.29 万张。公司床垫产能利用率超过 95%；软床超过 100%，因此产能在当时已成为公司发展的瓶颈。

图 38: 公司床垫产能利用率饱和


资料来源：招股说明书

图 39: 公司软床产能严重不足


资料来源：招股说明书

公司在上市后利用募集资金投入两个产能扩张项目：北方家具生产线项目和软床及配套产品生产线项目，扩张床垫产能 70 万张，软床产能 6.5 万张。项目建设前，公司拥有的设计产能为：床垫 100 万张，软床 2.5 万张，产能不足部分靠外协实现。

预计投产后三年内公司实现年床垫产能 170 万张，软床 9 万张。除了能够缓解产能瓶颈，满足市场需求，北方家具生产线项目亦能够帮助公司拓展华北市场，完善战略布局从而巩固行业龙头地位。

北方家具生产线项目和软床及配套产品生产线项目分别投入资金 2.76 亿、1.29 亿元，目前两项目都处在建设阶段。预计北方家具生产线项目将于 2014 年 1 月投产，而软床及配套产品生产线将在 2013 年 9 月份投产。根据调研情况，公司预计 2013 年消化床垫产能 130 万张，在北方家具生产线尚未投产的情况下，较去年 110 万张的增量将靠外协产能消化。

此外，2013 年公司拟利用北方公司自有资金投资海绵生产线建设项目，主要生产普通海绵和记忆海绵产品。建设完成后，公司能够控制上游原材料价格和质量影响，同时为北方公司床垫生产线节省物流成本。投入金额为 1.56 亿元。项目计划在 1 年内完成，预计年产普通海绵、记忆海绵产品 9000 吨。目前该计划已通过股东大会审议通过。

表 4: 新增产能项目

项目名称	投入资金	资金来源	预计完成时间	预计实现产能
北方家具生产线建设项目	27,565.11 万元	募集	2014 年 1 月	床垫 70 万张，软床 2 万张
软床及配套产品生产线建设项目	12,935.82 万元	募集	2013 年 9 月	软床 4.5 万张
海绵生产线建设项目	15,594.65 万元	自有	2014 年	海绵 9000 吨

资料来源：公司公告，宏源证券

(二) 未来 OEM 继续保持稳定增长

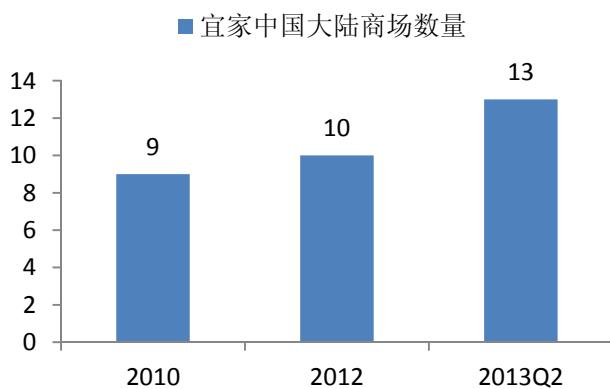
宜家公司是公司 OEM 业务主要合作伙伴，公司是宜家在中国的唯一床垫 OEM 业务供应商。公司对于宜家的销售收入达到全部销售额的 30% 以上，相应的，OEM 业务将受益于宜家公司亚洲市场的扩张以及欧美市场的回暖。宜家在进入中国 15 年中，共开出了 8 家店，平均两年才开出一家店。然而，宜家已然开始加快在中国大陆的开店速度，2011 年，宜家在中国大陆有 9 家店，2012 年拥有 10 家。而截至到 2013 年 7 月，

宜家在华店数已达 12 家，另有 1 家店建设基本完成预计于 2014 年初营业。预计到 2015 年宜家在中国将有 18 家商场。宜家集团 2012 财政年度全球销售增长 9.5%，达到 270 亿欧元，创下新高；净利润增长 8% 达到 32 亿欧元。而其中，宜家中国的销售额占全球销售额的 20%。

同时公司 OEM 合作伙伴正在拓宽。公司第二大 OEM 合作伙伴是宜得利公司（NITORI CO., LTD.），宜得利公司是日本最大的家居连锁店，在日本拥有 274 家门店，近些年则正在大举开拓台湾市场，目前已在台湾开设了 14 家门店。伴随着宜得利的海外扩张以及公司与宜得利合作关系的深入，相应的 OEM 业务或产生另外的增长。根据公司财报显示，公司对于宜得利的销售额大幅增长，由 2010 年的 1933 万元增长到 2012 年的 7236 万。其占公司销售总收入的比例也达到了 8%，未来增长不容小觑。

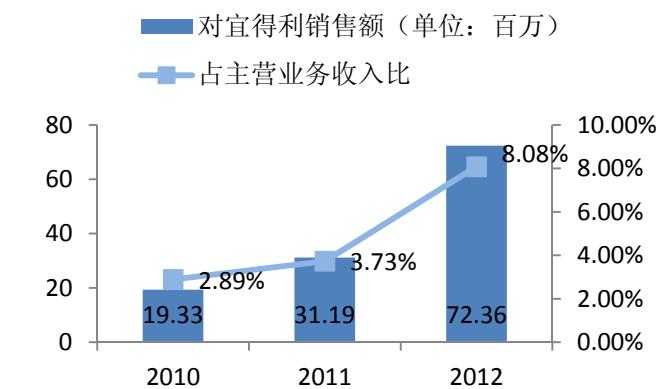
因此根据 OEM 业务销售额大、毛利率稳定的特点，公司未来能够继续获得稳定 OEM 收入来源，并且增长可期。

图 40：宜家中国大陆商场数量变化



资料来源：宏源证券

图 41：对宜得利销售收入变化



资料来源：公司年报，宏源证券

（三）品牌金字塔成型，整体档次提升

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。

依托主品牌的知名度，公司进行品牌差异化战略，对于不同的客户群体进行针对性设计和营销，并且使不同的品牌与不同的理念进行融合，进一步提高品牌知名度，增强客户粘性。公司连续推出了“法诗曼”，“SLEEMON”，“爱倍”和“BBR”子品牌，覆盖多种价格区间，营销渠道和风格偏好。另外，公司还注册了“世慕”等新商标用于合适时机推向市场，坚定地实施产品差异化战略。

“BBR”、“喜临门”、“法诗曼”，“SLEEMON”和“爱倍”为公司产品的五大品牌，“BBR”包含了床垫、软床和配套家具，是公司旗下高端原创设计品牌，“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。“BBR”主要面对高端消费市场，“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。近期，公司推出了新品牌“爱倍”，主要面对网络销售，以渠道作为差异化。

表 5：品牌风格定位差异化

品牌	品牌标识	品牌风格	目标客户	价格定位
BBR		原创、大气、异国风情	追求新潮、豪华、整体家居、具有高端消费能力的人群	高
SLEEMON		新潮、豪华	追求品味、个性生活，高端消费能力的人群	高
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
法诗曼		时尚、年轻、活力、浪漫	追求时尚、浪漫人群，如广大年轻人群	中
爱倍		年轻、时尚、经济、实惠	网络品牌，专门针对网上顾客销售，省去中间渠道费用更加实惠	中

资料来源：公司网站，宏源证券

(四) 研发新材料不断提升产品品质

根据美国历史数据，研发能力突出的企业在上世纪 90 年代末本世纪初凭借新材料的运用异军突起，在竞争激烈的美国床垫市场中占得可观的份额，并稳步蚕食其他传统床垫企业的份额。

下表为美国市场床垫出货量(百万美元) 及市场份额。2006 年泰普尔 (Tempur-pedic) 与 SSIC(select comfort) 从 90 年的 10 名之后跃入第四、第五的位置，合计市场份额达到 13% 。而这两家公司正是新材料引入的先驱。 Tempur-pedic 的主要产品类别是记忆海绵类产品。 SSIC 则主导空气囊类产品。两家公司在 2000 年代依靠新型的差异化和市场细分与消费升级，在原有的稳固的格局里撕开了一条裂缝。

表 6：美国市场研发新材料企业异军突起

1990 年			2006 年			2010		
制造商	出货量	市场份额	制造商	出货量	市场份额	制造商	出货量	市场份额
SEALY	469	20.20%	SEALY	1396	20.60%	SEALY	1112	18.90%
Simmons	330	14.20%	Simmons	963	14.20%	Serta	985	16.70%
Serta	248	10.70%	Serta	881	13.00%	Simmons	855	14.50%
spring air	190	8.20%	Tempur-pedic	512	7.60%	Tempur-pedic	676	11.50%
king noil	80	3.40%	SSIC	381	5.60%	SSIC	263	4.50%
Therapedic	70	3.00%	spring air	329	4.90%	solution	147	2.50%
restonic	57	2.50%	king noil	152	2.20%	Corsicana	144	2.40%
england	52	2.20%	IBC	137	2.00%	Kingsdown	114	1.90%
Kingsdown	48	2.10%	Therapedic	128	1.90%	IBC	111	1.90%
Ladyamericana	39	1.70%	Kingsdown	99	1.50%	Therapedic	107	1.80%
industry	2320		industry	6780		industry	5893	
CR3	45.10%		47.80%			50.10%		
CR10	68.20%		73.40%			76.60%		

资料来源：根据furniture today 和其他网络资料整理，宏源证券

“喜临门”作为国内的床垫行业领军者，一直注重新产品的研发。其具有国内顶尖的研发能力：一流的研发设施；70 多人的专业设计研发团队和高效的研发机制。并与中科院、清华大学（美术学院）、中国美术学院等多家研究机构建立了长期的战略合作关系，成为实践与科学界之间重要的连接桥梁，将理论成果快速用于实用产品。

同时公司研发成果丰富，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。

公司子公司绍兴源盛海绵有限公司专门从事海绵的研发、生产和销售。其真针对记忆海绵类产品进行开发，将其运用于床垫产品。记忆海绵等新材料已推动美国床垫市场进行重新洗牌，其主要生产商在百年老店把持的床垫市场依据突起，跃居第三，并依然保持强于传统床垫的增长速度。现阶段，虽然传统弹簧床垫依然是主力，但是随着居民购买力的提升和对睡眠质量的更加重视，记忆海绵类产品有望像美国市场一样在国内掀起新的潮流。公司抢先研发此类产品为未来增长提供了充分的想象空间。

（五）引入职业经理人团队，品牌形象焕然一新

1、新的品牌形象+公关活动+门店形象改造

相较于“慕思”、“穗宝”等其他国内知名床垫品牌企业，喜临门过去在营销方面并无明显优势。为此，公司开始在营销方面展开了全新战略。公司引进俞雷先生担任公司副总裁，新的产品经理和营销“飞虎队”，组成了强有力营销团队。

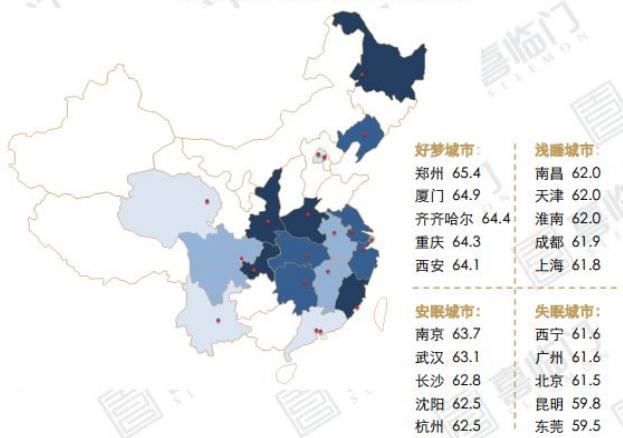
公司以“科学睡眠领导者”为全新营销概念，以产品质量、研发能力为切入点树立公司产品致力于人类健康睡眠的良好形象。并且公司对于门店进行科学睡眠主题的改造，全面配合公司营销战略。同时加大广告投入，更换更为时尚的光招牌，积极参加慈善公益活动。

作为公司重点打造的一项营销措施，公司联合中国医师协会开展中国睡眠指数调查，并于2013年3月在北京发布了《喜临门中国睡眠指数调查报告》。“喜临门中国睡眠指数”是中国首个对居民睡眠情况进行科学评估的指标体系，成为衡量人群健康程度的重要指标之一。报告的发布引起极大反响，有效提高了公司的品牌公众形象。今年推出的鸿基金关爱留守儿童，也在商界产生了较大的影响力。通过公关活动影响社会的意见领袖，提高品牌的知名度和美誉度。

此外，为更好地凸显和落实全新品牌形象，公司开始补贴经销商对门店进行重新装修，上半年有望完成70-80家。

图 42：20 城市睡眠指数得分

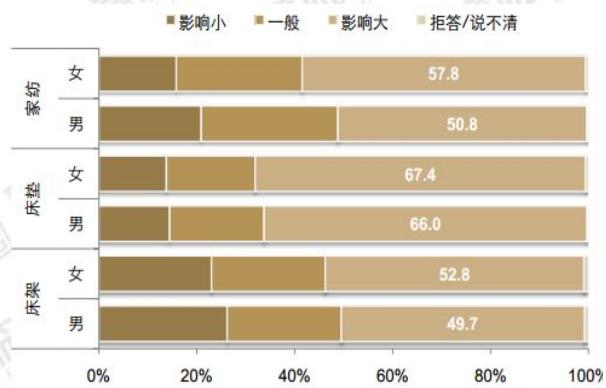
附图 120 城市“喜临门中国睡眠指数”得分



资料来源：喜临门中国睡眠指数调查报告

图 43：不同性别群体受床产品影响程度

附图不同性别群体受床品相关产品的影响程度(%)

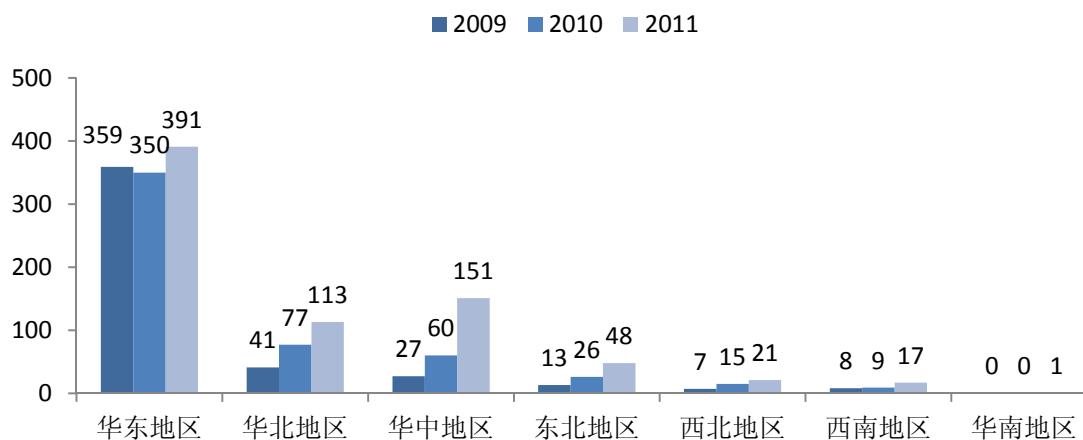


资料来源：喜临门中国睡眠指数调查报告

2、多渠道同步发展，加大销售投入

公司现阶段采取特许加盟模式为主的营销模式。截至2012年末，公司拥有8个直营店和831个加盟店。公司一直以来都非常重视销售渠道的建设和管理。公司通过销售管理部对加盟商进行管理和维护，对加盟商在店铺位置、外观的要求以及员工培训做到统一管理。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。公司计划今后每年新增150-200家加盟店，并进行渠道的下沉，进入三、四线城市，着重发展中小城市客户。

图 44: 公司门店分布情况



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 45: 公司现有营销网络情况



资料来源：招股说明书，宏源证券

除传统渠道，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网销售床垫产品，并利用“爱倍”品牌进行营销。公司现阶段在天猫商城中拥有销售额最大的床垫直销店铺，2012年全年销售额翻一番，达到2000万元，未来增长潜力十分巨大。

网络营销模式成为增长最快的亮点同时，也为客户定制化进行了预演。由于公司所备货不多，在客户下订单后，公司需要快速的组织生产和发送。根据公司网上商城的信息，其生产周期为15至28天，发送周期为3至15天，虽然相比国外领导者还有一定

差距，但随着未来信息系统的完善还有很大的提升空间。在网络销售的基础上，未来只需将客户纳入产品设计阶段，供应链后端可以照搬网络销售模式。

图 46：公司网络营销流程



资料来源：公司网站

同期，公司加大了对集团客户（目前主要是酒店客户）的销售，专门成立一个部门负责直销。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床垫。根据调研，2012 公司酒店专供增长 37% 左右，直销模式效果明显。

五、公司财务分析

(一) 盈利稳中有升保持增长

如前文所述，2010 年至 2012 年，公司销售收入和净利润年复合增长 15.71% 和 12.37%，(图 1,2) 2012 年受到地产影响，公司内销业务放缓，全年收入增速放缓至 7.02%，净利润增长 15.78%。毛利率水平基本稳定在高位，2012 毛利率有所上升（见图 4），净利润增速快于收入增速主要由原材料价格下降以及管理费用率和财务费用率下降贡献。

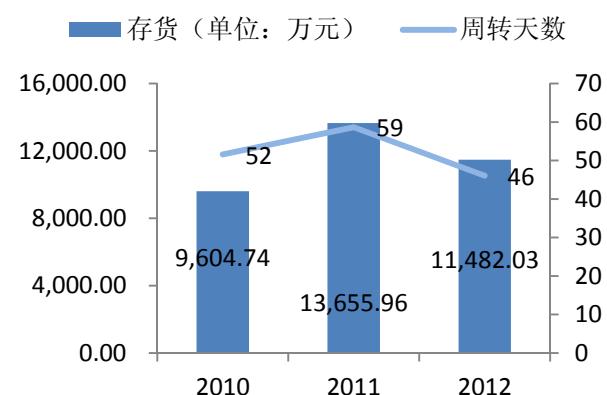
(二) 经营能力有待改善

随着公司营收的高速增长，公司应收账款随之增加，从 2010 的 1.38 亿提高至 2012 年的 2.06 亿。应收账款周转天数从 2010 年的 74 天增加到至 2012 年的 83 天。应收账款在 2012 年度增加 24.57%，并且坏账准备当年增加 1386 万元，增加 63.17%，幅度较大，原因来主要是近年星级酒店经营情况不佳，酒店家具业务账龄增大，进入加速计提期。对于应收账款的处理和清收有待提高，对此公司专门安排了账款清收人员从年初开始行动，希望在今年底能收回更多的账款。

存货方面情况良好，存货从 2010 年的 0.96 亿增加到 2011 年的 1.37 亿元，又在 2012 年回落至 1.15 亿。其中增加主要由公司一直扩产导致。而 2012 年的下降主要来自原材料价格的下降，2012 年以来大宗商品价格持续下降，钢材和海绵作为床垫主要原材料价格明显下降。

图 47: 应收账款情况


资料来源：公司年报，宏源证券

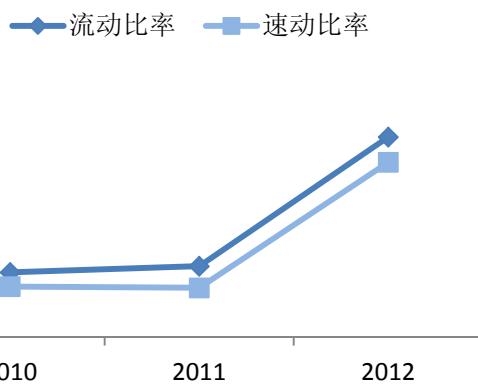
图 48: 存货情况


资料来源：公司年报，宏源证券

(三) 偿债能力显著提升

2010 至 2012 年，公司各项短期偿付指标显著提升。2012 年，公司的流动比率和速动比率提高大约三倍。主要原因为公司原有的流动负债主要为其短期借款，而公司在 2012 年 7 月上市成功后用超募资金 6000 万归还短期借款，其短期借款由 2012 年初的 1.3 亿减至 4000 万。公司现阶段收入稳步上升，短期偿付能力有充分保障。

公司当前无长期借款，其主要负债项目为短期借款和应付账款。在公司上市融资后短期借款迅速减少，应付账款在于 2012 年开始减少。公司资产负债率在 2012 已降至 18.8%，属于低负债企业。

图 49: 短期偿付能力


资料来源：公司年报，宏源证券

图 50: 资产负债情况


资料来源：公司年报，宏源证券

六、盈利预测

(一) 核心假设

收入增长假设: 自有品牌方面,公司2013年上半年新增门店70家,下半年为开店旺季,但考虑到13年为公司品牌重塑改革年,部分不合格门店被关闭,因此保守预计全年新增110-120家门店,14年品牌建设成效显现后恢复每年200家的开店速度,预计2013-15年门店数量分别为950、1150、1370家。

一方面公司今年推出高端产品,整体价位提升30-50%;另一方面,今年床垫市场整体回暖,公司品牌重塑补贴经销商进行门店重新装修,单店销售将得到提升,二方面量价配合将预计公司单店收入得到提高,预计13-15年分别为45万元,52万元,55万元。

酒店床具是公司重点开拓的大宗业务之一,主要客户为经济型酒店,2012年我国经济型酒店数增长35.68%,公司酒店床具业务12年不足6000万,保守估计未来3年以40%速度增长。

公司11年开始通过天猫旗舰店形式,在网络销售爱倍、喜临门品牌产品,近年来受益于网络消费迅猛增长,12年增速接近100%,我们给予13-15年60%,100%,100%的销售增速。

OEM方面,宜家在国内开店速度加快,预计2013-15年宜家销售额增长6%。宜得利基数较小,预计2013-15年均增长40%。OEM业务总的收入增速保持平稳,2013-15年预计分别增长11%,13%,15%到4.44亿,5.01亿,5.76亿元。

酒店家具过去主要针对五星级酒店,经济低迷时期客户盈利不佳,导致应收账款数额和账期大增,所以公司对这块业务采取逐渐萎缩策略,我们也相应减少了这部分收入的贡献。

业务毛利率假设: 2013年海绵、钢材、石油等原材料价格没有大幅波动,保持相对平稳。内销业务由于提价影响,毛利率呈上升趋势,预计13-15年分别为43%、44%、43%。OEM考虑到宜家对供应商的价格管理政策,稳重略有下滑,分别给予13-15年30%,29%,29%。酒店家具毛利率分别为23%、24%、25%。

费用率假设: 由于公司2013年营销投入加大,预计13-15年销售费用率有所提高,13年单广告费用对销售费用的影响在20%左右。由于从外部引入职业经理人才,预计管理费用率略增,预计13-15年,公司期间费用率分别为21.1%,21.4%,20.9%。

表7: 盈利预测假设及结果

单位: 百万元		2011	2012	2013E	2014E	2015E
总营业收入	收入	838.24	897.12	1048.81	1317.37	1654.42
	YOY	25.10%	7.02%	16.91%	25.61%	25.58%
	毛利率预测	35.14%	35.80%	36.39%	37.77%	37.79%
主营业务收入	主营业务收入	835.91	895.46	1047.65	1316.44	1653.68
	YOY	24.96%	7.12%	17.00%	25.66%	25.62%

	占营业收入比	99.72%	99.82%	99.89%	99.93%	99.96%
	毛利率预测	35.05%	35.70%	36.34%	37.74%	37.77%
	收入	364.76	394.85	543.21	779.19	1045.56
	YOY	19.89%	8.25%	37.57%	43.44%	34.19%
	占主营业务收入	43.64%	44.09%	51.85%	59.19%	63.23%
	毛利率预测	40.31%	40.00%	43.00%	44.00%	43.00%
	收入	311.12	315.06	427.50	598.00	753.50
	YOY	9.59%	1.27%	35.69%	39.88%	26.00%
自有品牌	门店数	750	839	950	1150	1370
	单店销售额	0.41	0.38	0.45	0.52	0.55
	YOY	-20.51%	-9.48%	19.83%	15.56%	5.77%
	收入	53.64	79.79	115.71	181.19	292.06
	YOY	163.59%	48.75%	45.01%	56.59%	61.19%
其他	酒店床具	收入	23.20	59.79	83.71	117.19
		YOY	14.00%	157.72%	40.00%	40.00%
网销	收入	10.00	20.00	32.00	64.00	128.00
	YOY	0.00%	100.00%	60.00%	100.00%	100.00%
	收入	348.21	400.44	444.34	501.19	575.66
	YOY	23.26%	15.00%	10.96%	12.79%	14.86%
	占主营业务收入	41.66%	44.72%	42.41%	38.07%	34.81%
	毛利率预测	31.15%	30.00%	30.00%	29.00%	29.00%
OEM	收入	284.38	298.54	316.45	335.44	355.57
	YOY	19.13%	4.98%	6.00%	6.00%	6.00%
	占主营业务收入	34.02%	33.34%	30.21%	25.48%	21.50%
宜得利	收入	31.19	72.36	101.30	141.83	198.56
	YOY	61.36%	132.00%	40.00%	40.00%	40.00%
	占主营业务收入	3.73%	8.08%	9.67%	10.77%	12.01%
其他	收入	32.64	29.54	26.59	23.93	21.54
	YOY	33.44%	-9.49%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	占主营业务收入	3.90%	3.30%	2.54%	1.82%	1.30%
酒店家具	收入	122.90	100.17	60.10	36.06	32.46
	YOY	49.50%	-18.49%	-40.00%	-40.00%	-10.00%
	占主营业务收入	14.70%	11.19%	5.74%	2.74%	1.96%
	毛利率预测	27.33%	22.17%	23.00%	24.00%	25.00%
其他业务	收入	2.33	1.66	1.16	0.93	0.74
	YOY	105.50%	-28.92%	-30.00%	-20.00%	-20.00%
	占营业收入比	0.28%	0.18%	0.11%	0.07%	0.04%
费用率预测	毛利率预测	65.27%	90.27%	80.00%	80.00%	80.00%
	期间费用率	21.56%	20.53%	21.10%	21.40%	20.90%
	销售费用率	12.05%	12.77%	13.20%	13.50%	13.00%
	管理费用率	8.23%	7.63%	8.00%	8.00%	8.00%
	财务费用率	1.28%	0.14%	-0.10%	-0.10%	-0.10%

资料来源：宏源证券

(二) 盈利预测

根据上述假设，我们预测 2013-2015 年公司净利润分别为 1.25 亿、1.59 亿和 2.07 亿元，三年复合增速 28.63%，对应的 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元和 0.66 元。给予 13 年 20 倍 PE，合理价格 8 元。

七、风险提示

(一) 原材料价格大幅波动的风险

公司生产床垫的主要原材料包括海绵、面料和钢丝等，而床垫的成本中原材料占比超过 80%。报告期内公司采购海绵、面料及钢丝的金额占当年采购总额的比例均超过 50%。海绵的主要与石油价格的波动会联系较大，进而导致公司原材料成本相应波动；面料的主要原料为化纤原料等，化纤原料价格的波动会影响到面料的采购价格；床垫生产的另一主要原材料钢丝受钢材价格影响较大，钢材价格的大幅波动也会影响到钢丝的采购成本。报告期内上述原材料价格波动对公司毛利水平产生了较大影响。若未来上述原材料价格大幅波动，将会导致生产成本发生较大变动，从而影响公司的利润水平。

(二) OEM 客户集中的风险

报告期内，宜家公司是公司最大的客户。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公司的采购，或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。

(三) 地产销售放缓下滑

床垫销售介于家具和家纺之间，与地产的相关性较高，具有半年到一年的滞后期。今年床垫行业的整体销售提速受益于地产从去年下半年的需求增长。如果下半年地产销售增速放缓或下滑，将影响明年的床垫市场整体销售。

表 8：财务三表预测

利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	897	1049	1317	1654	货币资金	558	263	289	371
营业成本	576	667	820	1029	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	321	382	498	625	应收账款	215	227	299	384
% 营业收入	35.8%	36.4%	37.8%	37.8%	存货	115	135	166	209
营业税金及附加	8	9	11	14	预付账款	9	11	13	16
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	7	9	11	14
销售费用	115	138	178	215	流动资产合计	912	647	781	997
% 营业收入	12.8%	13.2%	13.5%	13.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	68	84	105	132	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	-1	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	264	583	571	524
资产减值损失	14	3	-2	-4	无形资产	31	29	28	27
公允价值变动收益	-2	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	8	1	0	0
营业利润	114	148	206	269	其他非流动资产	34	68	102	136
% 营业收入	12.7%	14.1%	15.6%	16.3%	资产总计	1248	1327	1482	1683
营业外收支	6	6	6	6	短期贷款	20	0	0	0
利润总额	120	154	212	275	应付款项	162	187	230	289
% 营业收入	13.4%	14.7%	16.1%	16.6%	预收账款	11	13	16	20
所得税费用	18	29	53	69	应付职工薪酬	10	12	15	20
净利润	102	125	159	207	应交税费	16	8	13	17
归属于母公司所有者的净利润	101.7	124.9	158.9	206.6	其他流动负债	17	19	24	30
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	235	239	298	375
EPS (元/股)	0.32	0.40	0.50	0.66	长期借款	0	0	0	0
现金流量表(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流量净额	135	124	123	165	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	235	239	298	375
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1014	1089	1184	1308
固定资产投资	-154	-349	-34	-2	股东权益	1014	1089	1184	1308
其他	-378	0	0	0	负债及股东权益	1248	1327	1482	1683
投资活动现金流量净额	-532	-349	-34	-2	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.323	0.396	0.504	0.656
股权融资	604	0	0	0	BVPS	4.83	5.18	5.64	6.23
银行贷款增加(减少)	-110	-20	0	0	PE	20.99	15.43	12.12	9.31
筹资成本	31	-49	-62	-81	PEG	0.44	0.54	0.42	0.32
其他	-61	0	0	0	PB	1.17	1.09	1.00	0.91
筹资活动现金流量净额	463	-69	-62	-81	EV/EBITDA	9.25	8.43	5.92	4.43
现金净流量	67	-294	26	82	ROE	10.0%	11.5%	13.4%	15.8%

资料来源：宏源证券

作者简介:

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硕士，2012 年加盟宏源证券研究所，此前任职于光大证券研究所。

目前主要研究覆盖轻工品牌消费类公司：喜临门、美克股份、索菲亚、宜华木业、奥瑞金、星辉车模、高乐股份、群兴玩具、中顺洁柔等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	上海片区	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李嵒	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。