



增持（首次）

所属行业：轻工制造
当前价格(元)：26.69

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

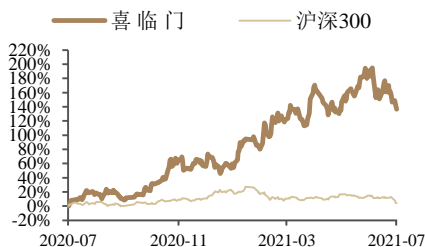
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

毕先磊

邮箱：bixl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.38	0.83	-11.46
相对涨幅(%)	-6.23	11.65	-4.97

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

喜临门 (603008.SH)：床垫大蓝海，品牌新生机

投资要点

- 喜临门：国内床垫领军品牌，剥离影视业务扬帆起航。**公司早期凭借领先床垫研发技术，抓住国内地产市场量价齐升趋势，积极拓展渠道建设，迎来业绩高效增长。2018年，公司正式确定“保护脊椎”为床垫产品的核心诉求和品牌定位，将战略方向由“品质领先”转为“品牌领先”，加大营销投入提升品牌力。2020年底公司剥离晟喜华视影视业务，专注家居行业。公司2014至2020年营业收入由12.91亿元增长至56.23亿元，CAGR达27.79%；归母净利润由0.94亿元增长至3.13亿元，CAGR达22.20%。2021年上半年，公司线上销量爆发式增长，预计21H1实现营收30.5-31.1亿元，同比增长54.36%-57.40%。
- 赛道优质：国内床垫市场整合趋势明显，优质渠道、差异化营销助力头部品牌集中度提升。**国内床垫市场尚处于发展期，根据Statista数据，中国床垫市场收入2020年预计642亿人民币，2012-2020年CAGR8.6%。行业整体来看，居民消费升级预计将从渗透率提升、品牌化转移、更换频率提升三个维度推动床垫市场发展。行业内部格局方面，国内床垫行业集中度低，CR4仅为14%，存在大量地方性品牌，行业亟待整合。对标美国床垫市场，CR4约45%，美国龙头品牌销售渠道已经发展成熟，主要通过综合品牌的寝具专卖店和家具店销售，各公司专注在品牌上打造差异化优势，奠定持续领先的市场地位。国内床垫龙头品牌以连锁卖场为主要销售渠道，三四线空白市场的渗透与占据卖场优势位置将成为抢占地方性品牌市占率的突破点。同时，差异化的营销推广在推动国内床垫品牌打造品牌力的同时进行消费者教育，助力床垫品牌在整合大趋势下破局。
- 产品为基石品牌领先，线下加速渗透，线上电商领跑。**产品端，公司深度探索国人睡眠诉求，连续9年发布国人睡眠报告，并以研发为基石打造优质产品力，20年研发费用率2.22%，高于行业平均水平。渠道端，公司传统渠道+新渠道双跑道促进销售增长，开展大商培育，线下门店数量增速迅猛、形象进一步升级。线上配合线下布局，与核心电商平台及头部主播形成深度合作，完成全方位营销体系构建，20年线上渠道销售额6.73亿元，同比增长35.55%。品牌端，公司的营销重点聚焦未来消费主力青年群体，以品牌为切入点进行消费者培育，造就口碑与消费者忠诚度。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2021-2023年营业收入分别为68.87、82.13、97.48亿元，同比增长22.5%、19.2%、18.7%，归母净利润分别为4.89、6.23、7.70亿元，同比增长56.0%、27.5%、23.5%，EPS分别为1.26、1.61、1.99元，当前股价对应PE分别为21.15X、16.59X、13.43X。考虑到公司产品、渠道、品牌优势明显，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**原材料价格出现大幅波动；行业竞争加剧；行业集中度提升不及预期。



股票数据

总股本(百万股):	387.42
流通 A 股(百万股):	387.42
52 周内股价区间(元):	11.27-33.24
总市值(百万元):	10,340.18
总资产(百万元):	6,863.92
每股净资产(元):	7.81

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,871	5,623	6,887	8,213	9,748
(+/-)YOY(%)	15.7%	15.4%	22.5%	19.2%	18.7%
净利润(百万元)	380	313	489	623	770
(+/-)YOY(%)	186.8%	-17.6%	56.0%	27.5%	23.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.98	0.81	1.26	1.61	1.99
毛利率(%)	34.8%	33.8%	35.0%	35.2%	35.9%
净资产收益率(%)	14.3%	10.7%	14.2%	15.3%	15.9%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资五要素

驱动因素

国内近千亿床垫行业进入跑马圈地期，我们对标美国床垫行业整合历程，空白渠道渗透与差异化品牌营销将成为国内床垫龙头提升集中度的突破口。公司作为国潮床垫中的龙头企业，历经 5 次床垫技术迭代推出革命式护脊系统床垫 Smart1，在以强产品力为基石的前提下推进“品牌领先”发展战略，通过节目冠名、主播带货等方式打造品牌知名度，并以品牌为切入点进行消费者培育。公司传统渠道+新渠道双跑道促进销售增长，开展大商培育和霸主计划，线下门店数量增速迅猛、形象进一步升级。线上配合线下布局，与核心电商平台及头部主播形成深度合作，完成全方位营销体系构建。

关键假设与投资建议

1) 喜临门品牌电商渠道：公司线上销售策略逐步兑现，线上产品主要针对 25-30 岁青年群体，高品质与性价比兼备，伴随“喜临门”品牌力成型，线上渠道营收爆发式增长预计延续，我们预计 2021-2023 年喜临门线上渠道收入分别为 9.42、12.71、17.16 亿元，同比增长 40.00%、35.00%、35.00%。

2) 喜临门品牌线下渠道：公司线下产品定位中高端客户群，积极布局线下门店，产品矩阵完善，床垫及软床协同效应强，床垫软床带单比例向好。公司采取大商模式，由经验丰富的经销商打造专业门店，有效提高流量转化。我们预计 2021-2023 年喜临门线下渠道收入分别为 28.43、35.76、44.18 亿元，同比增长 22.94%、25.79%、23.54%。

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 68.87、82.13、97.48 亿元，同比增长 22.5%、19.2%、18.7%，归母净利润分别为 4.89、6.23、7.70 亿元，同比增长 56.0%、27.5%、23.5%，EPS 分别为 1.26、1.61、1.99 元，当前股价对应 PE 分别为 21.15X、16.59X、13.43X。考虑到公司产品、渠道、品牌优势明显，首次覆盖，给予“增持”评级。

与市场不同的观点

市场普遍认为床垫行业竞争加剧，然而，我们认为床垫行业整合将助力公司市场份额大幅提升：1) 公司品牌营销成果逐步兑现，“喜临门”品牌在未来消费主力人群中具有强认知度；2) 公司线下门店扩张速度领先，21 年新增门店数 900-1000 家，对空白市场进行渗透；3) 公司采取的大商模式有助于店面形象优化并培育销售人员专业度，增加获客转化率。

股价表现的催化剂

床垫行业整合加速，龙头品牌集中度大幅提升；消费者教育成果兑现，床垫由低频消费向中频次消费产品过渡顺利。

主要风险因素

原材料价格出现大幅波动；行业竞争加剧；行业集中度提升不及预期。

内容目录

1. 喜临门：国内领军床垫品牌，剥离影视业扬帆起航.....	7
1.1. 喜临门发展历程：“品质领先”转型“品牌领先”.....	7
1.2. 公司创始人为实际控制人.....	7
1.3. 业绩持续增长，费用、毛净利率整体稳定。.....	8
2. 对标美国床垫市场，优质渠道、差异营销成破局关键.....	10
2.1. 中国床垫市场发展快速，对比成熟市场仍有巨大潜力.....	10
2.2. 行业驱动：地产回暖驱动短期增长，消费升级打开长期空间.....	11
2.2.1. 短期驱动：地产销售回暖，带动家具购买需求.....	11
2.2.2. 中长期驱动：消费升级带来床垫渗透率提升、品牌化转移、更换需求.....	12
2.3. 竞争格局：市场集中度较低，对比美国有提升空间.....	14
2.4. 借鉴美国市场：核心技术研发、差异化品牌营销奠定龙头领先地位.....	14
3. 公司驱动：国潮品牌领跑，线上线下双跑道.....	17
3.1. 产品端：以床垫为核心，打造高品质客卧家具.....	17
3.1.1. 深度探索国人睡眠诉求，以研发为基石打造优质产品力.....	18
3.1.2. 打入沙发市场，实现软体家具全方位布局.....	20
3.2. 渠道：传统渠道+新渠道，双跑道促进销售增长.....	21
3.2.1. 门店数量进一步扩张，全国范围升级渠道布局.....	21
3.2.2. 大宗业务并驾齐驱，未来有望进一步扩张.....	22
3.2.3. 线上多元引流，助力终端自主品牌零售.....	22
3.3. 生产：产销率维持较高水平，管理体系数字化转型完成.....	23
3.3.1. 原材料价格监控机制有效控制成本波动.....	23
3.3.2. 全方位产能布局，生产基地辐射国内外.....	23
3.3.3. 深化全质量管理体系，提高供应链管理效率.....	24
4. 盈利预测及投资建议.....	24
4.1. 公司业务盈利预测.....	24
4.2. 投资建议.....	25

图表目录

图 1: 喜临门发展历程.....	7
图 2: 喜临门股权结构稳定	8
图 3: 近年喜临门营业收入高速增长	9
图 4: 受收购影视业务影响, 净利润略有波动	9
图 5: 喜临门销售费用率略有波动, 管理、财务费用率整体稳定	9
图 6: 毛利率整体稳定, 销售净利率已回升	10
图 7: 分产品毛利率: 床垫整体稳定, 软床及配套产品上升明显	10
图 8: 中国床垫市场近年来发展快速 (单位: 亿美元)	11
图 9: 美国床垫市场近年增长较为快速 (单位: 亿美元)	11
图 10: 单月商品房住宅销售 5 月同比开始转正, 随即快速增长	12
图 11: 累计商品房住宅销售额、销售面积分别于 8 月、10 月开始转正	12
图 12: 城镇居民人均可支配收入持续增长	13
图 13: 城镇化率持续增长	13
图 14: 受访者目前床垫使用年限	13
图 15: 受访者床垫、枕头更换意愿	13
图 16: 大部分受访者有更换床垫计划, 但接近半数表示无从下手	14
图 17: 2017 年我国床垫行业 CR4 仅约为 14%	14
图 18: 2020 年美国寝具出货量 CR4 约为 45%	14
图 19: 美国各头部床垫品牌核心技术的设计原理和主要功能	15
图 20: 席梦思 1950 年马戏团主题广告	16
图 21: 席梦思 1995 年原版和 2005 年更新的保龄球主题广告	16
图 22: 丝涟联合多位医学专家合作研发	16
图 23: 泰普尔床垫、枕头获得 NASA 和美国太空基金独家授权	16
图 24: 舒达羊概念形象, 多个角色各具特点, 深受喜爱	17
图 25: 公司营业收入增长快速, 其中床垫和软床及配套产品贡献主要收入 (单位: 亿元)	17
图 26: 软床及配套产品呈上升趋势	18
图 27: 喜临门床垫及软床产品矩阵	19
图 28: 喜临门发布全新智能床垫 Smart 1	19
图 29: 喜临门研发费用率处业内高位	20
图 30: 喜临门研发投入较高 (单位: 亿元)	20
图 31: 公司沙发业务稳步增长 (单位: 亿元)	20

图 32: M&D 及夏图品牌增长快速 (单位: 亿元)	20
图 33: 喜临门沙发产品矩阵	21
图 34: 公司积极进行渠道布局与品牌营销 (单位: 亿元)	21
图 35: 经销店收入增长较快 (单位: 家)	22
图 36: 门店数量持续增加 (单位: 家)	22
图 37: 大宗收入保持在 40% 以上 (单位: 亿元)	22
图 38: 线上收入保持快速增长 (单位: 亿元)	23
图 39: 线上销售毛利率维持在较高水平	23
图 40: 原材料采购金额持续上涨 (单位: 亿元)	23
图 41: 前五大供应商采购额占比逐年下降 (单位: 亿元)	23
图 42: 公司近三年产量稳定, 略有增长 (单位: 万张、万套)	24
图 43: 产销率接近 100%	24
表 1: 公司营收测算	25
表 2: 可比公司	25

1. 喜临门：国内领军床垫品牌，剥离影视业扬帆起航

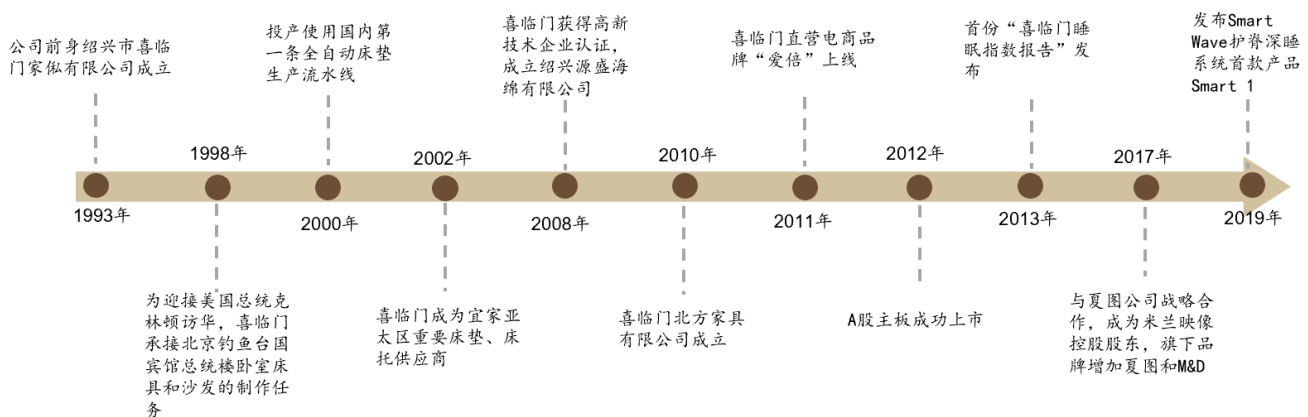
喜临门主要从事家具产品的设计、研发、生产和销售，是国内床垫行业领军企业。主营业务包括民用家具和酒店家具，其中民用家具包括床垫、软床及配件、沙发等，酒店家具主要为室内家具及装修配套的木制品。公司旗下拥有净眠、法诗曼、爱尔娜、布拉诺、喜眠及可尚等品牌，并于 2017 年底同意大利沙发品牌 Chateau d’Ax (夏图) 达成战略合作，成为旗下子公司嘉兴米兰映像的控股股东，获得了夏图产品在中国的销售权及 M&D 品牌沙发的全球业务。

1.1. 喜临门发展历程：“品质领先”转型“品牌领先”

1993 年~2012 年：以品质打开市场，由地方走向全国。公司前身绍兴市喜临门家俬有限公司成立于 1993 年。喜临门以先进的设备、优质的原材料、严格的品质把控打造高质量的产品，赢得口碑。销售半径从绍兴辐射至整个长三角地区。1998 年，为迎接美国总统克林顿访华，喜临门承接了北京钓鱼台国宾馆总统楼卧室床具和沙发的制作任务；2000 年，投产使用国内第一条全自动床垫生产流水线；2002 年，成为宜家亚太区重要床垫、床托供应商。2006 年，房地产市场来到历史性拐点，量价齐升开启了房地产牛市。喜临门抓住机会积极拓展渠道建设，并邀请国际巨星巩俐成为品牌代言人，“美丽是睡出来的”宣传语传遍全国，最终完成了全国主要区域的布局。同时，公司产品凭借过硬质量，深受国内外家居厂商认可，获得大量代工订单。自主品牌、OEM 模式双轮驱动，带动公司业绩快速增长。喜临门于 2012 年成功登陆 A 股主板上市。

2013 年~至今：“品质领先”转向“品牌领先”，深耕自主品牌。根据国内床垫市场的发展情况，公司调整了战略方向，由“品质领先”转为“品牌领先”，最初以“科学睡眠领导者”自身定位，除传统营销方式外，通过开展各类活动提升品牌影响力，如自 2013 年开始每年发布“喜临门中国睡眠指数报告”，品牌建设十分成功。2017 年，自主品牌业务增速、占比均开始超越 OEM/ODM 业务。2018 年，公司正式确定“保护脊椎”为喜临门床垫的核心诉求和品牌定位，加大了宣传力度的投入，喜临门品牌频繁出现在权威媒体和公益活动中。2020 年公司积极响应疫情环境下的市场需求，推出首款自清洁抗菌床垫，并发布了全新智能床垫 Smart 1，构建了完整的智能睡眠产品体系。自主品牌差异化进一步加强。公司曾于 2015 年收购晟喜华视，进军影视业，在 2018 年由于业绩不佳造成较大商誉减值损失，已于 2020 年底正式剥离该业务，专注家居行业。

图 1：喜临门发展历程

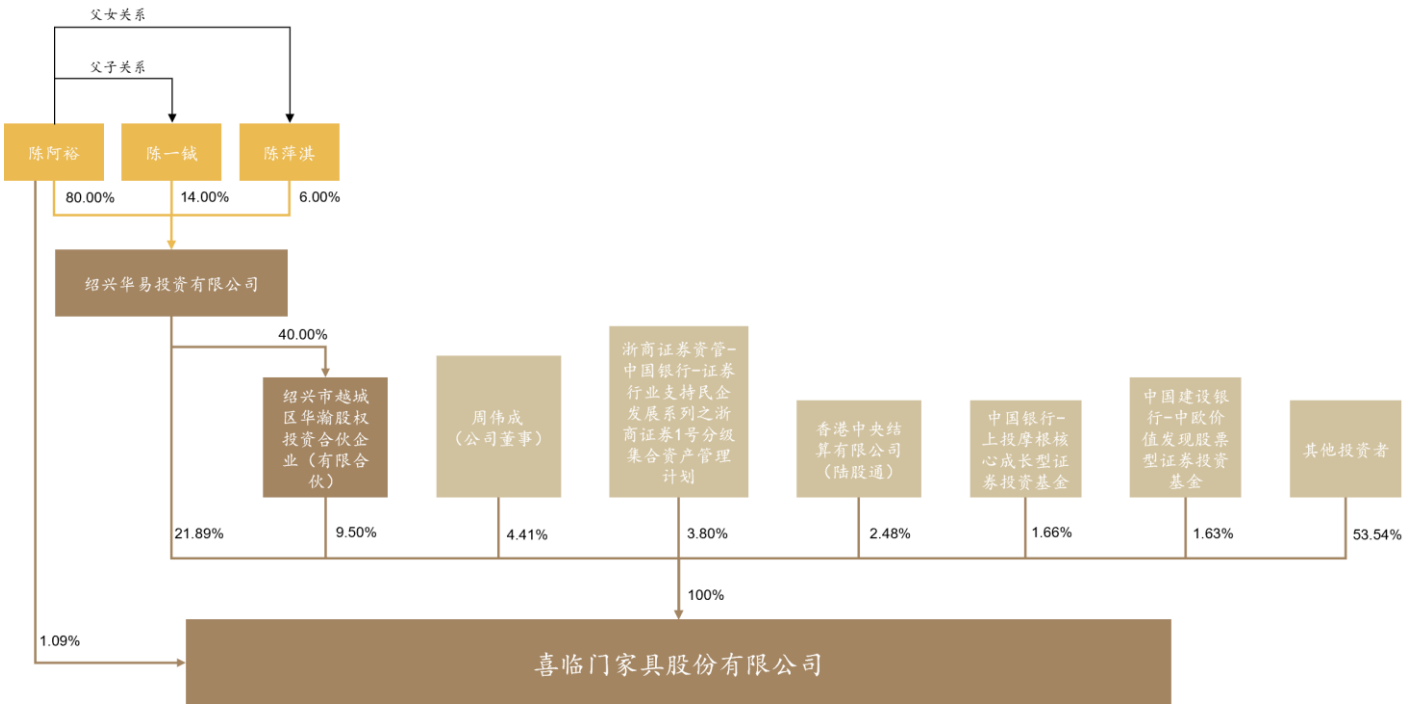


资料来源：公司公告，公司官网，Wind，德邦研究所

1.2. 公司创始人实际控制

公司创始人为实际控制人。根据公司 2021 年度一季报披露，绍兴华易投资有限公司为第一大股东，持有公司 21.89% 股份。经股权穿透，上市公司创始人陈阿裕持有绍兴华易投资有限公司 80% 股份，其子陈一铨、其女陈萍淇分别持有 14%、6% 股份。华易投资为上市公司第二大股东绍兴市越城区华瀚股权投资合伙企业（有限合伙）的控股股东，持有其 40% 股份。华瀚投资持有上市公司 9.50% 股份。2020 年 12 月，华易投资与华瀚投资签署《一致行动人协议》，华易投资、华瀚投资、陈阿裕为一致行动人，合计持有上市公司 32.48% 的股份。

图 2：喜临门股权结构稳定

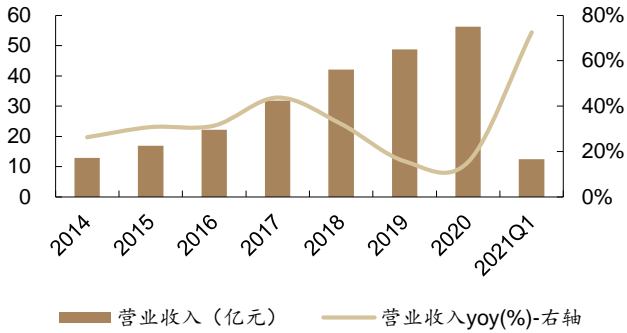


资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

1.3. 业绩持续增长，费用、毛净利率整体稳定。

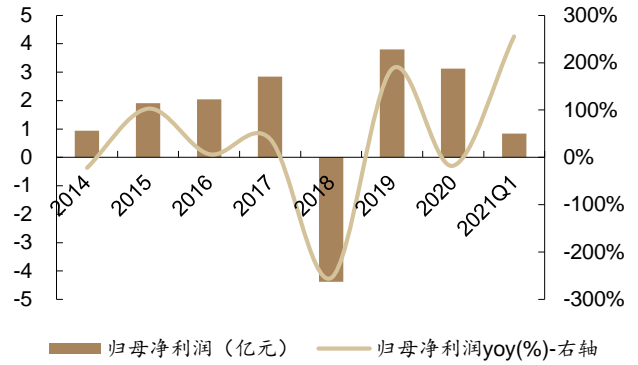
近年喜临门业绩快速增长，21Q1 迅猛增速延续。公司 2014 至 2020 年营业收入由 12.91 亿元增长至 56.23 亿元，CAGR 达 27.79%；归母净利润由 0.94 亿元增长至 3.13 亿元，CAGR 达 22.20%。2020 年受疫情影响，一季度营收下滑，随后开始反弹，截至三季度实现小幅增长，四季度开始放量，全年营业收入同比增加 15.43%，归母净利润同比下降 17.61%，扣非归母净利润同比增加 18.35%。2021 年 Q1，公司迅猛增长态势得以延续，实现营业收入 12.50 亿元，同比增加 72.51%，定比 2019 年 Q1 增加 49.08%；净利润方面，由 2020 年 Q1 的亏损 0.54 亿转为盈利 0.84 亿元，定比 2019 年 Q1 增加 259.90%。2018 年公司出现较大亏损主要系公司收购的影视业务晟喜华视业绩不达预期，造成大量商誉减值。

图 3：近年喜临门营业收入高速增长



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

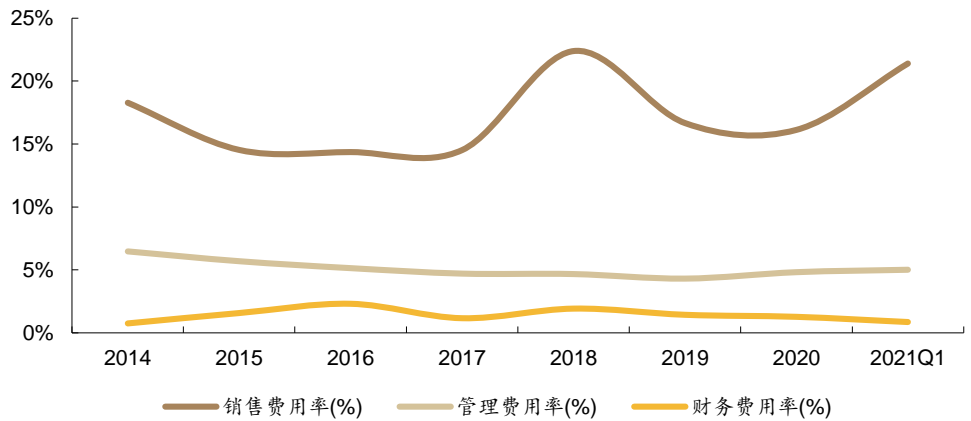
图 4：受收购影视业务影响，净利润略有波动



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

管理、财务费用率总体稳定。2018 年公司加大销售渠道和广告宣传投入，销售费用率略有上升。财务费用率及经调整后的管理费用率总体稳定，呈下降趋势，管理费用率去年略有回升。2020 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 16.13%、4.82%、1.27%。

图 5：喜临门销售费用率略有波动，管理、财务费用率整体稳定

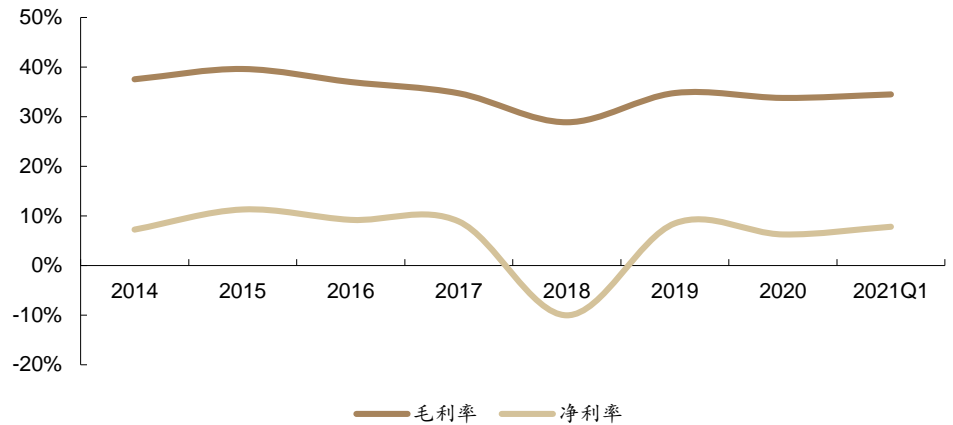


资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所
注：经调整，2014-2017 年管理费用率为剔除研发投入后数据

毛利率整体稳定，21Q1 抬升趋势显著。床垫品类占营业收入比重最大，2020 年占比为 50.8%，奠定公司整体毛利率基础水平。公司近几年战略为以提升市场占有率为目标，2020 年毛利率为 36.7%。软床及配套产品和沙发品类近年来毛利率有明显提高，分别由 2018 年的 18.2%和 20.8%提升至 2020 年的 35.5%和 28.4%；其中软床及配套产品发展快速，营收占比有所上升。影视业务现已完成出售剥离。公司 2020 年毛利率为 33.76%，2021 年 Q1 毛利率为 34.47%。

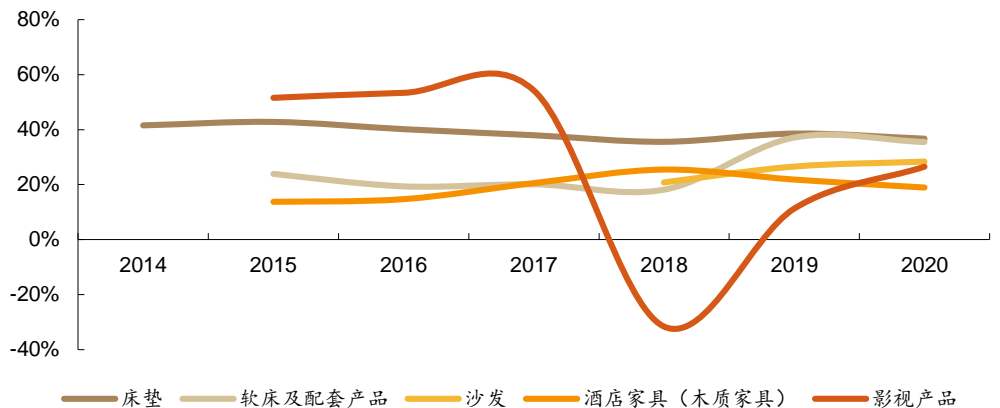
销售净利率现已回稳。受影视业务亏损带来的商誉减值影响，销售净利率曾在 2018 年出现波动，现净利率回稳。2020 年公司净利率为 6.24%，2021 年 Q1 净利率为 7.79%。

图 6：毛利率整体稳定，销售净利率已回升



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 7：分产品毛利率：床垫整体稳定，软床及配套产品上升明显



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

2. 对标美国床垫市场，优质渠道、差异营销成破局关键

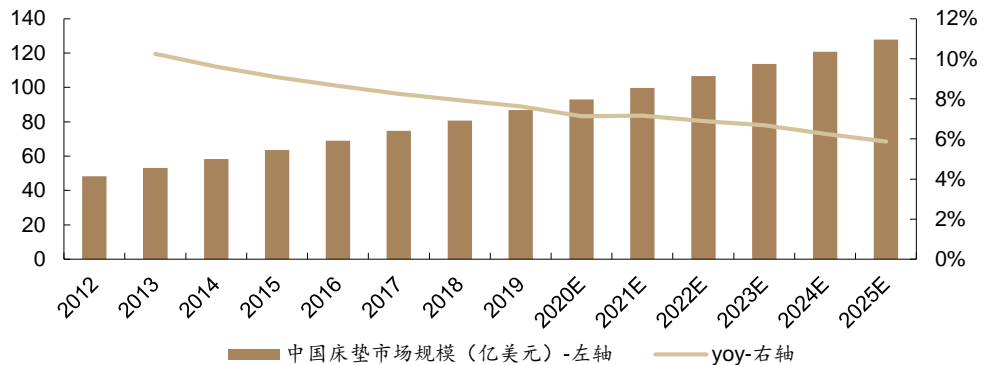
中国最早接触现代床垫要追溯到 1930 年代，弹簧床垫的开创者美国品牌席梦思曾在当时进入过中国市场，随后退出。因为其高昂的价格，席梦思床垫对于当时中国的普通民众来说宛如奢侈品一般遥不可及。在改革开放的背景下，外国商品不断进入中国大陆市场，一定程度上影响了国人的消费、生活习惯，床垫便是其中之一。1980 年代涌入了大量的外国床垫品牌，同时也诞生了许多本土厂商，自此床垫这一产品便开始真正在中国流行起来。后续随着中国经济飞速发展，城镇化率、居民消费水平迅速提升，中国床垫市场规模不断扩大，根据 Statista 数据，2020 年已达到 642 亿元，同时涌现出了如慕思、喜临门、梦百合、顾家、敏华等优秀本土企业。然而对比发展超过百年的美国床垫市场，中国市场在集中度、消费者意识和习惯培养等方面仍有进一步提升空间，未来潜力巨大。

2.1. 中国床垫市场发展快速，对比成熟市场仍有巨大潜力

中国床垫市场发展快速，近八年市场规模接近翻倍。根据 Statista 数据，中国 2012 年床垫市场收入 48.21 亿美元，2019 年增至 86.84 亿美元，预计 2020 年达到 93.03 亿美元，以 2020 年人民币兑美元平均汇率计算，约为 642 亿元。2012 年至 2020 年 CAGR 为 8.6%。预计 2025 年中国床垫市场收入将达到 127.9

亿美元，2020年至2025年CAGR为6.6%。产能方面，中国目前是全球最大的床垫生产国之一，2019年床垫总产值达98.82亿美元。出口量约占全球总出口量的30%，是第一大床垫出口国。

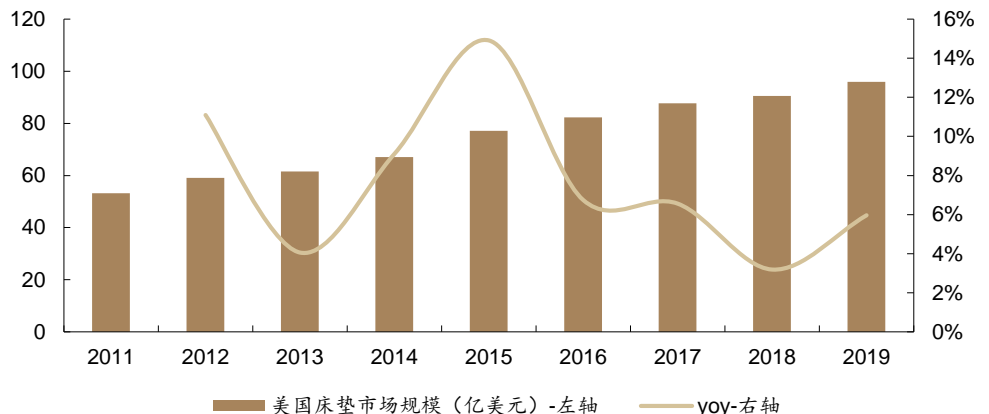
图8：中国床垫市场近年来发展快速（单位：亿美元）



资料来源：Statista，德邦研究所

美国床垫市场发展超过百年，市场成熟。1870年代，美国席梦思公司创立，研发出了钢丝弹簧床垫，开启了床垫这一产品的发展之路。超过百年的时间里，业内企业对消费者进行了充分培育，研发生产技术成熟，头部品牌已形成高认知度。近十年内多家巨头引领横向整合，集中度进一步提高，市场已经较为成熟。根据CSIL数据，美国床垫市场规模由2011年的53.2亿美元增至2019年的95.9亿美元，CAGR为7.6%。

图9：美国床垫市场近年增长较为快速（单位：亿美元）



资料来源：CSIL，德邦研究所

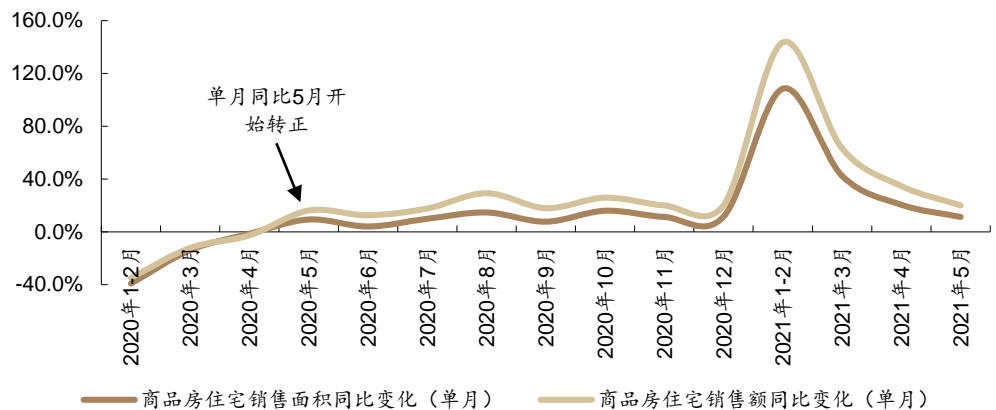
2.2. 行业驱动：地产回暖驱动短期增长，消费升级打开长期空间

2.2.1. 短期驱动：地产销售回暖，带动家具购买需求

疫情后房地产销售迅速回暖，对未来家具购置产生积极影响。床垫的购买、置换时机包括新房、二手房购置、屋内装修翻新之后，具有地产后周期属性。房屋住宅的销售对未来床垫市场的影响具有滞后性，通常为12个月左右。2020年一季度受新冠疫情影响，房地产销售大幅下滑，住宅商品房销售面积同比下降25.9%，住宅商品房销售额同比下降22.8%。随着疫情得到控制，国民经济、社会活动逐渐恢复，房地产行业迎来反弹。商品房住宅销售面积、销售额单月同比变化于2020年5月转正，随后保持高速增长。全年累计方面，销售额、销售面积分别于8月、10月实现转正，最终全年实现正增长。今年一季度商品房销售面积为36007万平方米，同比增长63.8%，其中住宅销售面积增长68.1%。对比2019年一季度增

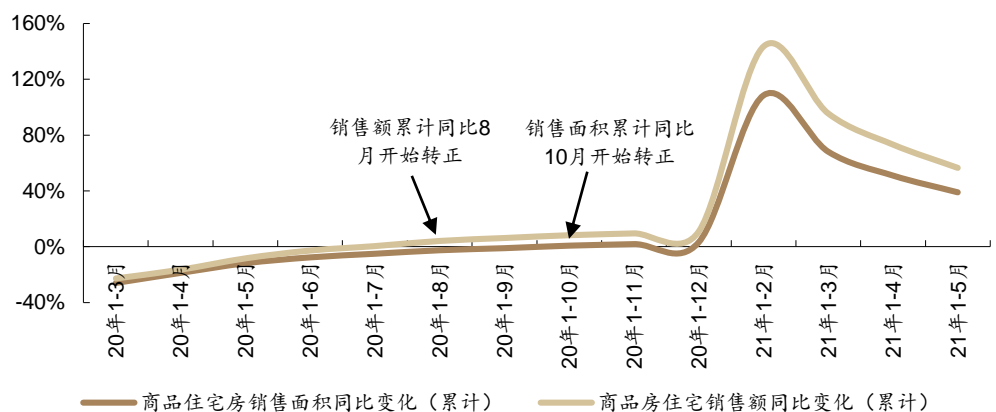
长 20.7%，两年平均增长 9.9%。由疫情耽误的购房、换房需求正在逐步补充释放，2020 年 5 月开始的地产销售回暖将催化短期内的床垫销售。

图 10：单月商品房住宅销售 5 月同比开始转正，随即快速增长



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 11：累计商品房住宅销售额、销售面积分别于 8 月、10 月开始转正

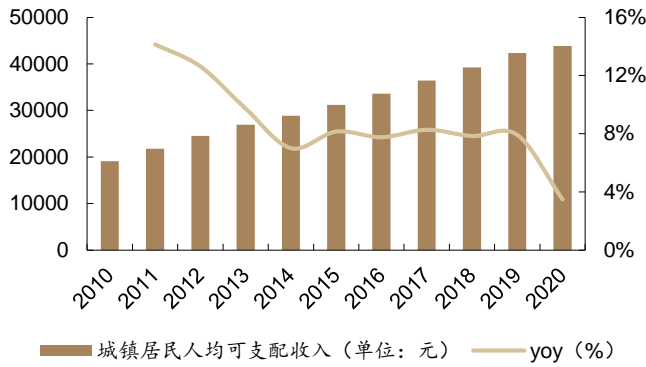


资料来源：国家统计局，德邦研究所

2.2.2. 中长期驱动：消费升级带来床垫渗透率提升、品牌化转移、更换需求

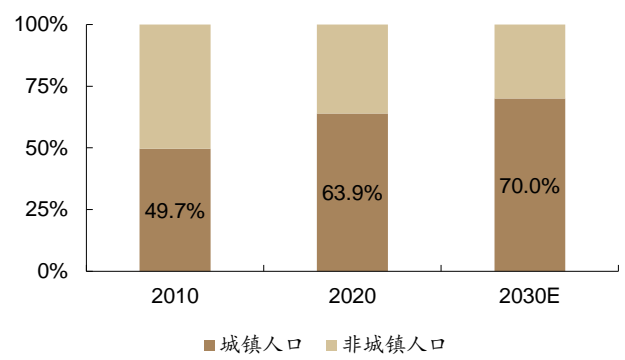
经济持续增长带来消费升级，带来存量、增量需求及均价提升。对比发达国家，中国床垫行业仍处市场开拓期，一方面床垫进入我国时间较晚，消费者对各类产品的认知和品牌意识仍需培育；另一方面，相较于炕、棉垫等传统寝具，床垫价格较高，尚未完全普及。近年，我国经济持续发展，城镇居民人均可支配收入由 2010 年的 19109 元提升至 2020 年的 43834 元，同期城镇化率也从 49.70% 提升至 63.89%。国民收入水平高速增长的背景下，居民追求更高品质的生活，消费升级成为必然趋势，并将在未来随着经济进一步发展得以保持、深化。从床垫行业来看，消费升级预计将从渗透率提升、品牌化转移和更换需求三个维度推动市场发展，未来空间广阔。

图 12: 城镇居民人均可支配收入持续增长



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 13: 城镇化率持续增长



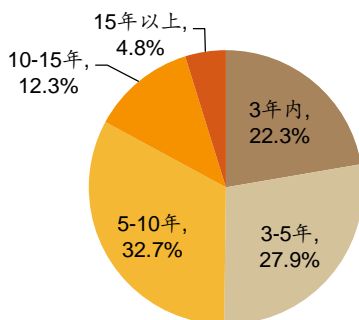
资料来源: 国家统计局, 中国社科院, 德邦研究所

渗透率提升: 在现代床垫正式进入中国市场之前, 我国居民的主要寝具为土炕或木板床+棉床垫。二者价格低廉, 符合当时的经济发展背景, 但缺点在于不卫生、不美观、舒适度低。随着改革开放后我国经济高速发展, 床垫价格相对国民收入不断下降, 其性质由奢侈品转变为大众耐用消费品。同时, 床垫企业也纷纷布局低价格带产品, 渗透进下沉市场。根据 CSIL 数据, 目前我国床垫渗透率约有 60%, 发达国家床垫渗透率已达到 85%, 对比之下仍有提高空间。未来随着收入的不断提高, 将进一步催化下沉消费者在寝具上完成对床垫的转换。

品牌化转移: 目前国内床垫企业可分为三类, 第一类为国内外知名企业, 如喜临门、慕思、芝华仕、丝涟、舒达、席梦思等, 产品具有核心技术, 品牌知名度高, 公司主攻中高端并向下沉, 全国化布局渠道; 第二类为区域性企业, 产品技术含量较低, 品牌价格带以中低端为主, 公司主攻所在区域市场; 第三类为杂牌公司, 技术含量、价格定位最低, 仅在当地市场销售。从舒适度、产品质量、外观的角度排序, 知名品牌>区域性品牌>杂牌, 且差异明显。随着国民收入水平增长, 消费者对商品品质追求更高, 对价格的敏感度降低, 未来床垫消费将实现由杂牌向品牌、由品牌向大品牌转移, 带来均价提升, 利好头部企业, 扩容市场。

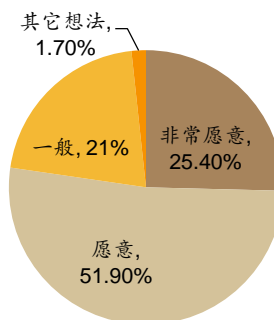
更换需求: 我国居民对床垫有更频繁的更换意愿, 但并没有完全落实。通常床垫的建议使用年限为 5-8 年, 超过年限后, 即使床垫未完全损坏仍可使用, 但会出现内部结构损耗、材料老化以及螨虫、细菌等问题, 对舒适度及睡眠健康造成影响。根据红星美凯龙与腾讯家居联合发布的《2021 床垫新消费趋势报告》, 我国床垫使用年限超过 10 年的仍占据 17.1%, 而在更换意愿方面, 在回答“并无更换打算”的受访者中, 有 22.7%正在使用寿命为 5-10 年的床垫。大部分受访者有较高频更换床垫、枕头的意愿, 在“是否愿意五年换床垫, 一年换枕头”的问题中, 表示“愿意”和“非常愿意”的合计占比 77.3%, 但在行动上, 有 40.2%的受访者表示“想要更换, 但无从下手”。随着消费升级带来对睡眠质量重视度的提升, 老旧床垫的更换需求将得以释放。

图 14: 受访者目前床垫使用年限



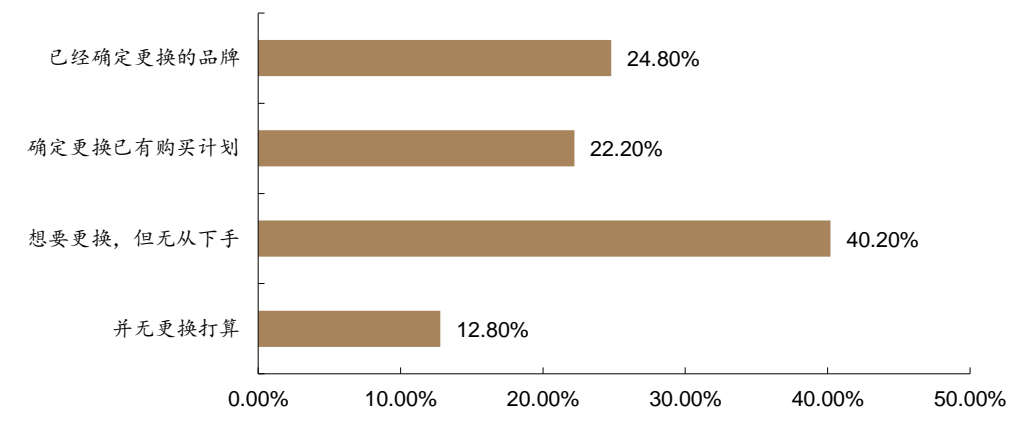
资料来源: 《2021 床垫新消费趋势报告》, 德邦研究所

图 15: 受访者床垫、枕头更更换意愿



资料来源: 《2021 床垫新消费趋势报告》, 德邦研究所

图 16: 大部分受访者有更换床垫计划, 但接近半数表示无从下手

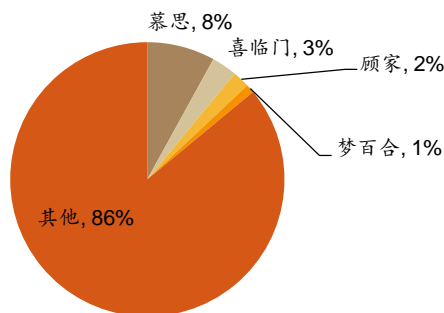


资料来源:《2021 床垫新消费趋势报告》, 德邦研究所

2.3. 竞争格局: 市场集中度较低, 对比美国有提升空间

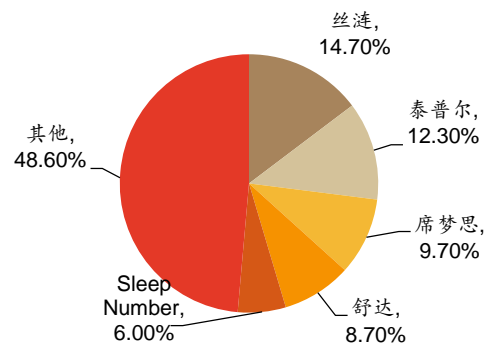
中国床垫市场集中度低, 具有提升空间。2017 年我国床垫行业 CR4 约为 14%, 市占率前四名分别为慕思 (8%)、喜临门 (3%)、顾家 (2%)、梦百合 (1%)。对比成熟市场, 我国床垫市场发展时间仍较短, 存在大量地方性企业, 尚未完成行业整合。美国床垫行业发展已超过百年, 2020 年品牌出货量口径 CR4 约 45%。公司层面, 前四大品牌已通过兼并收购两两合并, 龙头中虽然没有出现一家独大的现象, 但行业整体已高度集中。短期看, 小企业抗风险能力低, 疫情期间我国床垫行业加速完成出清; 长期看, 消费升级的趋势下, 消费者将进一步转向产品力、品牌力更强的头部品牌, 龙头企业的市占率将有所提升。

图 17: 2017 年我国床垫行业 CR4 仅约为 14%



资料来源: 产业信息网, 德邦研究所

图 18: 2020 年美国寝具出货量 CR4 约为 45%



资料来源: 今日家居, 德邦研究所
注: 寝具口径为床垫+床架

2.4. 借鉴美国市场: 核心技术研发、差异化品牌营销奠定龙头领先地位

美国作为现代床垫的起源地, 历史长达百年, 行业发展已相当成熟, 对我国床垫行业发展具有借鉴、启发意义。通过研究美国床垫市场, 我们发现传统龙头品牌在销售渠道上趋同, 主要通过综合品牌的寝具专卖店和家具店销售, 但在产品研发和品牌建设上各有特点, 实现了差异化, 奠定了持续领先的市场地位。

各龙头品牌自早期便开始持续专注产品研发, 拥有独家核心技术, 以不同角度满足用户健康、舒适的睡眠需求。

席梦思以钢丝网弹簧技术起家, 为美国第一家钢丝网床垫的大型制造商, 后

续不断完善其独立袋装弹簧技术，并创新出比单股钢线更强韧，三环钢线交织而成的独立袋装索缆弹簧技术，兼具回弹力、承托力和服帖性，有效减少睡伴翻身带来的扰动。

丝涟的美姿品牌由公司与顶尖骨科矫形外科专家团队合作开发，主打背部承托和护脊功能，随后又研发出美姿感应弹簧，自发布以来持续更新，不断革新弹簧的设计与性能。

舒达的三大核心技术（“妙而扣”连续弹簧支撑系统、舒适绗缝层、边缘加固支撑系统）可分散用户人体重量，带来平衡的舒适承托，并使床沿不易下陷，床垫边缘舒适度不减的同时使床垫表面活动范围更大，同时舒达也是首家推出防明火阻燃床垫的美国品牌。

泰普尔的记忆棉材质原为美国宇航局为了要减轻宇航员离地升空时所承受的巨大压力，而特别研发出的一种压力吸收材质，并对温度极为敏感，能够准确塑造人体的体型轮廓。

图 19：美国各头部床垫品牌核心技术的设计原理和主要功能

品牌	技术名称	示意图	设计原理及主要功能
席梦思	独立袋装索缆弹簧系统		研发的灵感来自于旧金山的金门大桥的悬索，三根钢线交织成为一根钢线，特殊的强化结构不会倾斜与变形，赋予弹簧结构绝佳的耐久性，具有卓越的回弹力及承托力，独立支撑，精准承托身体每一处并减少因伴侣辗转反侧所产生的震动
丝涟	智德™美姿感应弹簧		该设计兼顾弹簧的承托性和平稳性，提供双重承托。首先弹簧顶部蝴蝶结直边设计，增加弹簧表面与身体接触的稳固性，让承托更平稳；弹簧第一圈与第二圈的接触点，为第一重承托带来助力；弹簧主体部分起到了第二重承托的作用，与第一重承托力叠加，弹簧重心始终处在弹簧的中心轴上，减少了弹簧横向位移，有利于弹簧的正确平稳承托，保障承托力不损失，给予身体更多承托，助你的睡眠更安稳。
	UniCased®XT 360度全方位稳定保护		360度全方位稳定保护系统，包裹并锁定弹簧，使床垫具有更加优异的稳定性的；四周保护材料更大程度上增加了床垫的有效使用面积，即使坐在床边也能感受到床垫的承托力，特有的缓冲底板设计减少翻身给伴侣带来的困扰。
舒达	“妙而扣”连续弹簧支撑系统		从头到尾由一根钢线沿人体睡眠方向贯穿而成的，可有效避免睡伴间的相互干扰。弹簧的表面采用Z型支撑，成倒三角立面，经研究发现这样的设计比其他弹簧可提供多达49%的表面覆盖率，给身体提供了多达86%的承托力。根据人的身体曲线在腰部和臀部做了加密处理，给与身体2个支撑区和3个舒适区的完美撑托。
	舒柔绗缝层		将柔软纤维与波浪海绵绗缝后放置于床垫的表层，可分散人体重量，让睡眠更安稳，给睡眠者提供更多的贴深度、更多的舒适度。
	边缘加固支撑系统		加强边缘承托，床沿不易下陷，床垫的边缘舒适度不减，且表面的活动范围更大。
泰普尔	Tempur®材质		泰普尔材质原由美国宇航局为了要减轻宇航员离地升空时所承受的巨大压力，而特别研发出的一种压力吸收材质。它具有开放性的粘性细胞，能缓解压力且对温度极为敏感，能准确塑造人体的体型轮廓。作为一种新型科技材质，摒弃了传统的弹簧结构。

资料来源：各公司官网，德邦研究所

各龙头品牌在营销推广上各具特色，生动化的形式直达消费者内心，在进行品牌打造的同时进行消费者教育。

席梦思于 1927 年邀请众多社会名流如前美国第一夫人埃莉诺·罗斯福女士、汽车大王亨利·福特、发明家托马斯·爱迪生、音乐家乔治·萧伯纳成为代言人，

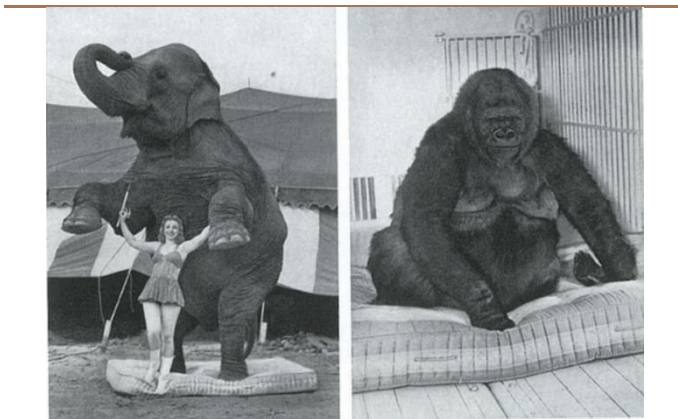
为品牌的高端定位、卓越质量背书。随后于 1950 年推出著名的马戏团广告，用体型重量庞大的大象和猩猩证明了席梦思 Beautyrest 床垫的惊人支撑力和坚固的结构设计，以夸张的形式吸引了眼球，同时向消费者灌输了产品质量超强的概念。1995 年首次推出经典的保龄球广告，保龄球从空中自由落体至床垫却丝毫不影响床垫上的保龄球瓶，形象地展示了睡伴翻身、起身不会带来扰动，可以给用户安稳睡眠的产品特性。

丝涟在推出美姿产品时，主要宣传其基于大量临床数据和联合多位医学专家共同研发而成的高技术含量特性，将睡眠与健康生活进行绑定，宣扬了睡眠健康的概念。

舒达在 1950 年推出 Sertapedic 系列床垫时，以 “You sleep ON it, not in it.” 的广告语而知名，巧妙地通过文字游戏对消费者进行教育，明确床垫的支撑技术对消费者身体的重要性，并指出要选择支撑性好的弹簧。2000 年，舒达开始用动画的方式进行宣传，在影视广告中创立了深入人心的舒达羊作为品牌形象。广告中，由于舒达床垫带来了优质睡眠，失眠数羊人群有所减少，舒达羊群因此面临 “下岗”，便试图反抗舒达。生动可爱的舒达羊深受消费者喜爱，以具象化的形象植入消费者意识，并与舒达床垫舒适、安眠的产品特性形成连接。该案例于 2008 年入选《广告名人堂》。

泰普尔则是将品牌与美国航天局深度绑定，强调其具有高科技属性。公司床垫和枕头产品于 1996 年获得美国宇航局和美国太空基金会独家授权使用 “太空技术” 标志，1998 年荣获美国宇航局荣誉奖。泰普尔的多款床垫产品以星球名命名，如 Mercurie (水星)、Saturn (土星) 等。

图 20：席梦思 1950 年马戏团主题广告



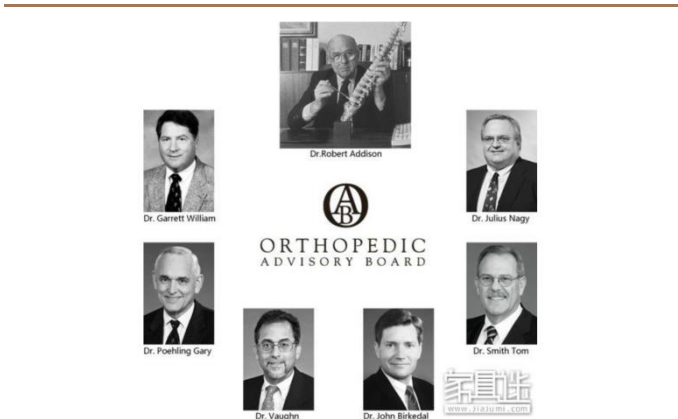
资料来源：公司官网，德邦研究所

图 21：席梦思 1995 年原版和 2005 年更新的保龄球主题广告



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 22：丝涟联合多位医学专家合作研发



资料来源：家具迷网站，德邦研究所

图 23：泰普尔床垫、枕头获得 NASA 和美国太空基金独家授权



资料来源：百度，德邦研究所

图 24: 舒达羊概念形象, 多个角色各具特点, 深受喜爱



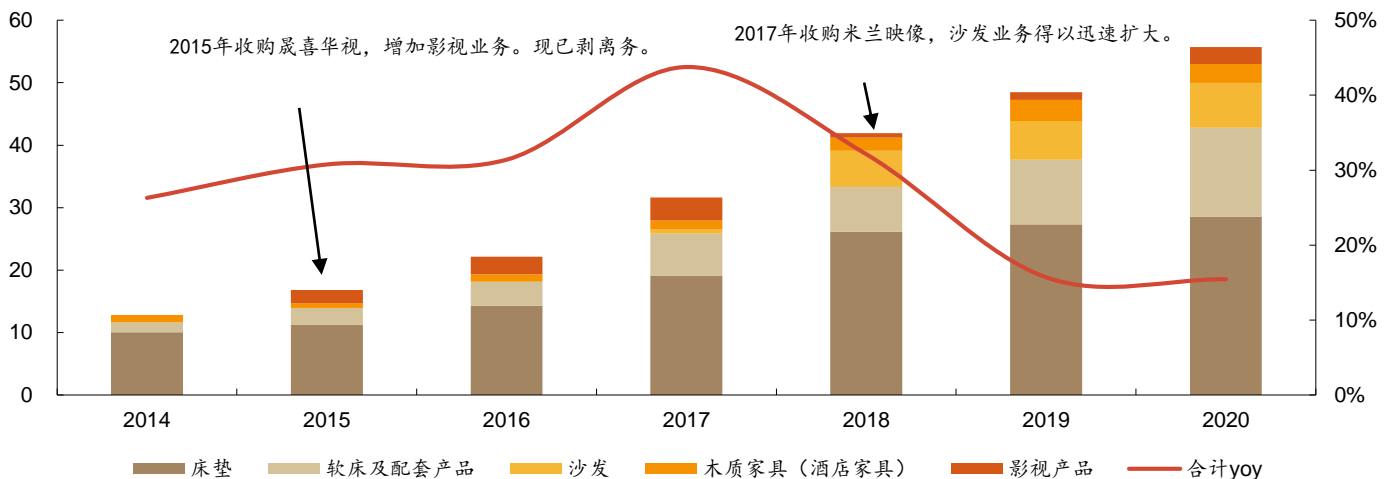
资料来源: 公司官网, 德邦研究所

3. 公司驱动: 国潮品牌领跑, 线上线下双跑道

3.1. 产品端: 以床垫为核心, 打造高品质客卧家具

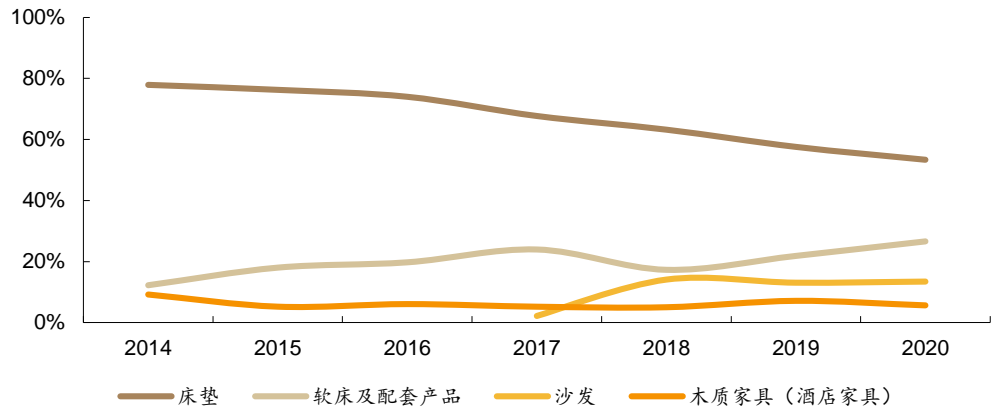
喜临门产品以床垫为主, 品类扩张至软床沙发等软体, 凭借卓越产品力实现快速增长。公司床垫业务贡献营收由2014年的10.1亿元增长至2020年的28.6亿元, CAGR达19%。近年来, 公司产品品类全面发展, 软床及配套产品业务及沙发业务增长快速。其中软床及配套产品增速最快, 营业收入由2014年的1.6亿元增长至2020年的14.2亿元。营收占比方面, 剔除影视业务, 2014至2020年床垫由77.9%降至53.3%, 软床及配套产品由12.2%提升至26.6%, 沙发由2017年的2.2%提升至2020年的13.4%。公司通过研发上的持续投入, 在床垫上持续领先, 并协同其它产品全面开花。

图 25: 公司营业收入增长快速, 其中床垫和软床及配套产品贡献主要收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 26：软床及配套产品呈上升趋势



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：占比数据计算使用的营业收入剔除了影视业务

3.1.1. 深度探索国人睡眠诉求，以研发为基石打造优质产品力

公司床垫及软床产品矩阵丰富，满足消费者多元化需求。公司产品以“保护脊椎”为核心功能，围绕“抗菌、防螨、除甲醛”等功能打造五大床垫系列品牌。如核心产品线“净眠”系列以“保护脊椎”为主要睡眠解决方案，七区独立袋装弹簧全方位保护脊椎健康，融入铂金净眠因子和双核抗菌防螨技术，有效抗菌、去除甲醛及抑制螨虫滋生，产品针对 2.5 亿新中产，满足其对高品质的追求；“法诗曼”系列重新定义家居与生活两者间的关系，将场景化睡眠体系，空间改造系统，个性适配系统紧密相扣，打造功能化、一体化的卧室空间精致布局，定位于 90 后年轻人群。“爱尔娜”系列以西方古典雕塑美学为文化背景，产品设计华贵、优雅，定位高端客户群体；“布拉诺”系列以时尚、创意为主，满足青睐布艺的青年人的需求；“喜眠”系列则主打性价比，精确贴合低线市场需求。床垫价格带上，公司通过五大系列实现了低（2000~4000 元）、中（4000~8000 元）、高（8000~23000 元）的全面布局。

图 27：喜临门床垫及软床产品矩阵

产品系列名	Logo	示意图	产品描述及定位
净眠	JOANMON净眠		该系列床垫以“保护脊椎”为核心诉求点，七区独立袋装弹簧全方位呵护脊椎健康；融入铂金净眠因子和双核抗菌防螨技术，有效抗菌、去除甲醛及抑制螨虫滋生。定位于 2.5 亿新中产阶级人群，秉承民主设计理念，根据国人不同的身体特征和睡眠偏好，提供更适合国人的健康床垫及卧室睡眠空间产品。
法诗曼	FSM法诗曼		该系列是旗下重新定义家居与生活两者间关系的创意卧室空间品牌。定位于 90 后年轻人群，以“家居实用美学”为核心设计理念，搭载“3S”产品设计标准，将 Sleep（场景化睡眠体系），Space（空间改造系统），Smart（个性适配系统）紧密相扣，依托极致的美感造型设计，并以寝具为核心，深耕全屋空间系列化产品衍生，打造功能化、一体化的卧室空间精致布局，以更感性的方式，为消费者呈现家的美好。
爱尔娜	ERNA 爱尔娜		该系列产品定位高端客户群体，设计以西方古典雕塑美学为文化背景与源泉，传承传统精湛工艺，从精雕细琢中展示欧洲贵族的高贵典雅气质，完美结合质感，使每件产品渗透着华贵和优雅美，为家居生活增添更多的艺术气息。
布拉诺	B BURANO 布拉诺		该系列以床、床垫、柜类为主，倡导精致、优雅的寝室家居文化和都市生活理念，奉行品味、时尚、创意的设计风格，每一款产品的研发，都会从使用者的角度出发，在注重产品合理性和使用持久性的基础上融合创意设计，专为青睐布艺的年轻消费群体设计。
喜眠	喜眠		该系列产品深挖国人睡眠习惯，带着对于国人生活方式的直觉和情感，注入更多对家和生活的热爱。产品涵盖卧室空间，并延展至全屋空间，打造功能化、一体化的卧室空间舒适布局，贴合低线城市的市场需求。产品设计充满生活艺术，能让人放松一切感官，充满温暖、优雅和感性。

资料来源：公司公告，德邦研究所

研发推出 **Smart Wave 护脊深睡系统**，构建完整的智能睡眠产品体系。公司于 2020 年 9 月发布了运用了 Smart Wave 护脊深睡系统的全新智能床垫 Smart 1。该产品软硬可调，能改善体压分布及脊柱正侧卧形态，并且可监测、分析用户睡眠时的身体状况，在一款单品上实现了定制化的功能，满足差异化需求。根据中标院人类工效学实验室数据显示，使用 Smart Wave 护脊深睡系统的用户，平均夜间翻身次数减少了 50%，深度睡眠时间增加了 17 分钟，使用效果显著。同时，Smart 1 还在 C 端与华为智慧生活平台对接，B 端与涂鸦智能和华住集团开展合作，进行市场扩展及床垫进一步智能化的提升，共同孵化智能睡眠市场。

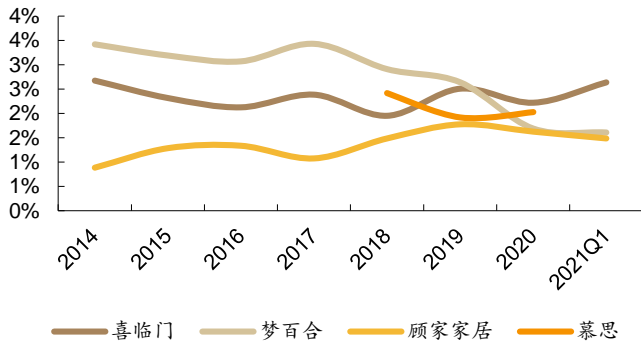
图 28：喜临门发布全新智能床垫 Smart 1



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

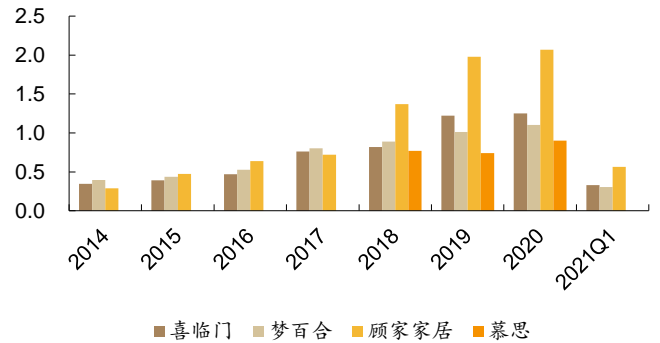
强大的产品力背后是公司对国人睡眠的深度探索与持续的研发投入。公司研发费用率及金额均处业内高位，尤其近几年，在部分业内公司研发投入有所下滑时，公司持续投入，带来更具技术含量的产品。比如 Smart 1 智能床垫所运用的 Smart Wave 护脊深睡系统耗时 9 年研发，迭代五代产品，共获得了 107 项专利。其中，为实现软硬可调这一功能，公司早在 2012 年便研发出了通过充放气来改变床垫软硬度的空气弹簧，并花费了五年时间不断改善升级，最终推出了充放气仅需 40 秒，噪音低于空调噪音的成熟技术。

图 29：喜临门研发费用率处业内高位



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 30：喜临门研发投入较高（单位：亿元）

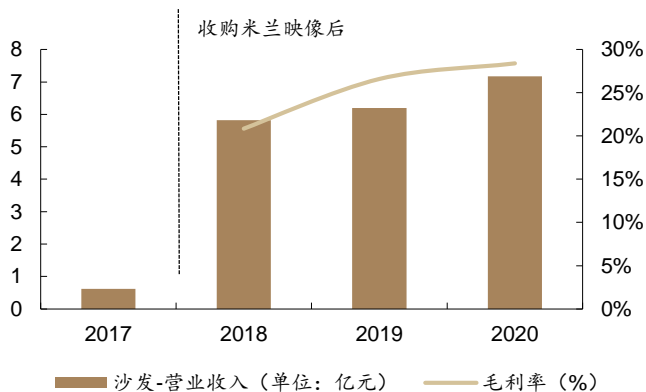


资料来源：公司公告，德邦研究所

3.1.2. 打入沙发市场，实现软体家具全方位布局

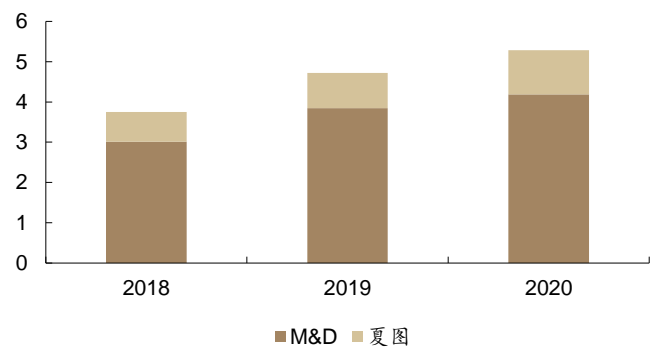
公司收购米兰映像，成功打入沙发市场。公司于 2016 年创立了可尚品牌，推进沙发业务发展。2017 年底，公司收购米兰映像，其主要产品是沙发，旗下有自主品牌 M&D Milano&design 和 M&D Casaitalia，分别主打全皮及半皮产品，定位中高端和中端。另外米兰映像还拥有意大利高端沙发品牌 Chateau d'Ax（夏图）的中国独家代理权和经销权。收购米兰映像后，公司沙发业务规模成倍数扩大，随后稳步提升。除自主品牌外，公司的沙发业务也包括为国内外知名销售商提供代工业务。2020 年公司沙发业务贡献营业收入 7.18 亿元，占比营业收入 12.8%，同比增长 15.9%。除此之外，毛利率也实现了快速增长，由 2018 年的 20.8% 提升至 2020 年的 28.4%。品牌方面，M&D 及夏图合计贡献营收由 2018 年的 3.75 亿元，增长至 5.29 亿元。

图 31：公司沙发业务稳步增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：2017 年数据为自行计算得出

图 32：M&D 及夏图品牌增长快速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 33: 喜临门沙发产品矩阵

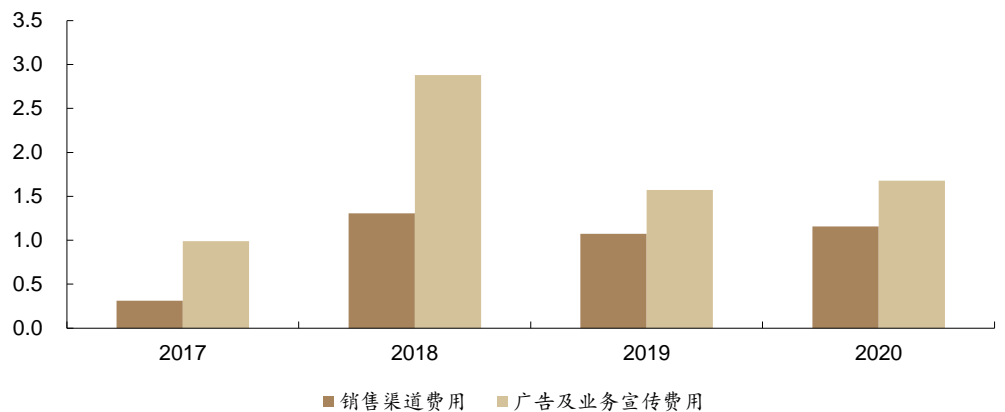
产品系列名	Logo	示意图	产品描述及定位
可尚			该系列沙发以全新概念，重新打造坐拥舒适生活的可心方式。无考究，不舒适；无细节，不极致。融贯东西的三大风尚系列沙发，让“安坐”更可心，让“坐拥”更时尚，坐拥每日舒适生活的真挚礼赞。
Chateau d’Ax			该系列产品是创立于 1948 年意大利米兰的原创高端进口客厅家具，产品涵盖客厅、餐厅及卧室空间的沙发家具，多款真皮、超微布艺面料收录，配以丰富的款式和色彩选择。让所有人都有机会通过定制该产品系列，阐释白天和夜间的不同心境，营造舒适的家庭氛围。
M&D Milano&Design			该系列产品包括全头层皮沙发、皮床及意大利原装进口客餐厅家具。产品拥有上乘的品质、高雅经典的原创款式、醇正的意大利设计风格及先进的制造工艺，为客户提供高品质意式家居生活。
M&D CASA			该系列产品拥有高性价比，人体接触面使用真皮，非接触面使用新型再生材料及仿真皮，旨在兼顾品牌价值及经济价值，用意大利丰富的设计制造经验，为客户提供完美的舒适体验，满足更广泛客户需求。

资料来源：公司官网，德邦研究所

3.2. 渠道：传统渠道+新渠道，双跑道促进销售增长

公司的主要销售渠道包括自主品牌零售、工程渠道等。其中自主品牌零售又可分为线上自主品牌销售、线下专卖店销售。国内市场，深化传统渠道，引导老商布局新店铺，拓展空白区域，完善渠道布局。在此基础上，积极布局家电、商超新渠道。2020 年销售渠道费用 1.16 亿元，广告及业务宣传费用 1.68 亿元。

图 34: 公司积极进行渠道布局与品牌营销 (单位: 亿元)



资料来源：公司年报，德邦研究所

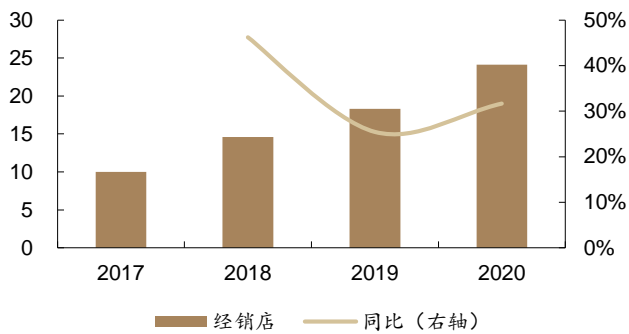
3.2.1. 门店数量进一步扩张，全国范围升级渠道布局

公司自主品牌零售线下收入增长较快。2018-2020 年公司经销店营业收入为 14.61/18.31/24.12 亿元，较上年同比增长+46.20%/+25.42%/+31.63%，占总营业收入比重 34.69%/37.61%/42.89%。

门店数量、形象进一步升级。公司开展大商培育，截止到 2020 年末，公司已拥有 2,340 家喜临门专卖店、450 家 M&D Milano & Design 沙发专卖店、以及 53 家 Chateau d' Ax 客厅家具专卖店。较 2019 年分别增加 172/51/0 家。终端店铺

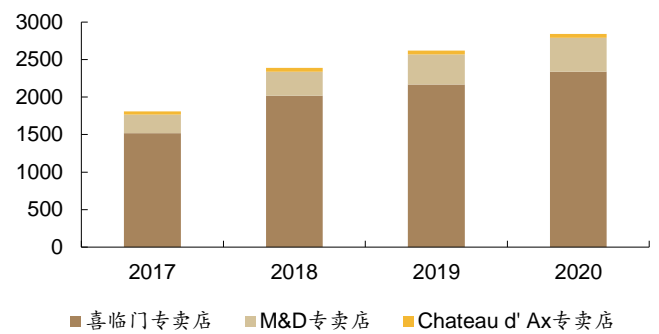
形象升级，门店标准全面升级，着力打造五星级店面。

图 35: 经销店收入增长较快 (单位: 家)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 36: 门店数量持续增加 (单位: 家)



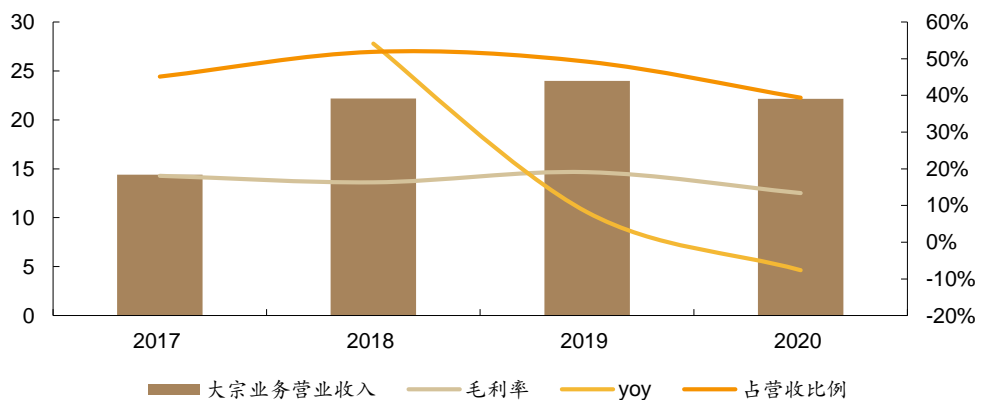
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

全国范围营销网络体系初步建成。以直辖市、省会城市为中心，逐步向周边城市辐射，渠道下沉到县级城市。在全国重点城市投入额外资源，“一城一策”培育扶持，加强与居然之家、美凯龙等大型家具卖场的战略合作，同时在全国 88 个城市成功引入当地家居建材头部品牌的实力大商，与公司携手发展。

3.2.2. 大宗业务并驾齐驱，未来有望进一步扩张

公司注重合作质与量的提升。工程业务包括与酒店、房地产企业的合作。原有业务范围是向高端星级酒店、连锁酒店提供床、床垫及配套业务。拓展客户类型，公司积极寻求与大型房地产集团、国际酒店集团、公寓式酒店的合作，不断扩大新建酒店床垫采购份额。同时不断提升产品品质，促进已有酒店的升级改造，与酒店共同努力提升顾客睡眠体验。为了保持公司品牌力，扩展销售渠道，公司于 2020 年底出资 5000 万成立全资子公司喜途科技，负责拓展酒店工程业务渠道。

图 37: 大宗收入保持在 40% 以上 (单位: 亿元)



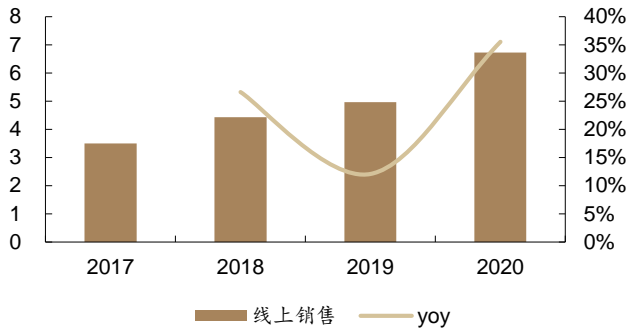
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.2.3. 线上多元引流，助力终端自主品牌零售

线上配合线下布局，完成全方位营销体系构建。喜临门品牌与天猫、京东、苏宁易购等核心电商平台形成深度合作，设有旗舰店和自营店，覆盖线上消费群体。同时逐步开拓社区店、校园、商超体验店、购物中心店，构建一个以线下专卖店和线上平台为核心，分销店社区店为补充的“1+N”全渠道销售网络。除了电商平台，公司线上渠道积极尝试直播模式，不仅在天猫和京东的官方旗舰店开展店铺直播，总裁直播，而且与头部主播深度合作，实现业绩和粉丝的大幅增长。积极探索跨境电商模式，拓宽海外销售渠道，重点开发新兴市场。

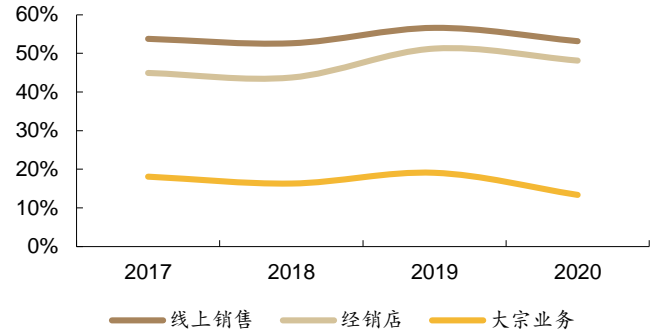
线上销售收入保持增长，毛利率维持在较高水平。线上平台连续多年销售领先，公司 2018-2020 年线上渠道销售额分别为 4.43 亿/4.96 亿/6.73 亿元，同比上年分别增长 26.62%/12.08%/35.55%，占公司全年总销售额的 10.52%/10.18%/11.97%。毛利率始终保持在 50% 以上，毛利率高于大宗业务和经销商业务。

图 38：线上收入保持快速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 39：线上销售毛利率维持在较高水平



资料来源：公司公告，德邦研究所

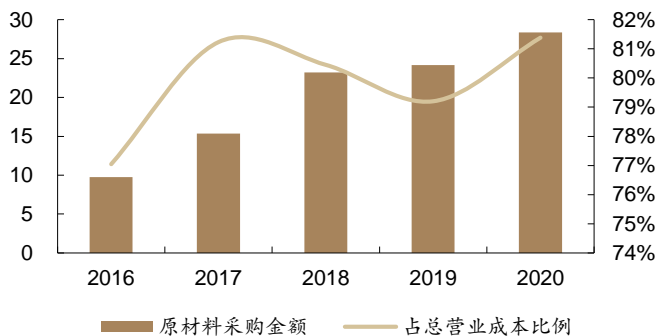
3.3. 生产：产销率维持较高水平，管理体系数字化转型完成

3.3.1. 原材料价格监控机制有效控制成本波动

建立成本实时监控机制。公司原材料主要包括发泡材料、海绵、无纺布等，2020 年原材料采购金额为 28.35 亿元，占产品制造成本 81.38%，较 2019 年增长 17.40%。2020 年以来大宗商品价格波动较大。针对原材料价格波动因素，公司建立各分子公司的价格平台和成本核算模型，建立原材料价格实时走势监控机制。**保持适当库存。**作为行业内头部企业，应对原材料价格波动能力较强，可通过原材料存储等措施减少价格波动对生产经营的影响。

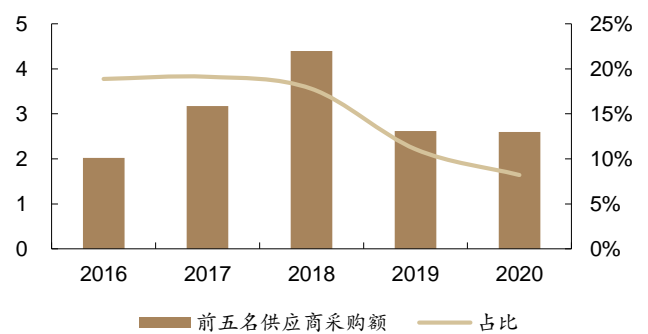
与供应商保持良好合作关系，同时降低供应商依赖度。公司原材料采购体量较大，有较强的议价能力。与上游供应商保持良好的战略合作关系。同时，为防止对单个供应商依赖性过强，保持企业独立的议价权，采用集中采购分散使用的方式。每种主要原材料的供应商数量保持在 3 家以上。2016-2018 年公司原材料采购额逐年增大，系公司业务量的上涨。前 5 大供应商采购额占总采购额的比重逐渐下降，由 2016 年的 18.87% 下降到 2020 年的 8.20%，对单个供应商的依赖程度进一步下降，提高了公司的议价能力。

图 40：原材料采购金额持续上涨（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 41：前五大供应商采购额占比逐年下降（单位：亿元）

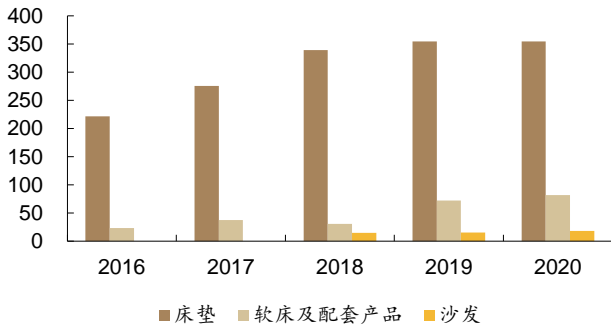


资料来源：公司公告，德邦研究所

3.3.2. 全方位产能布局，生产基地辐射国内外

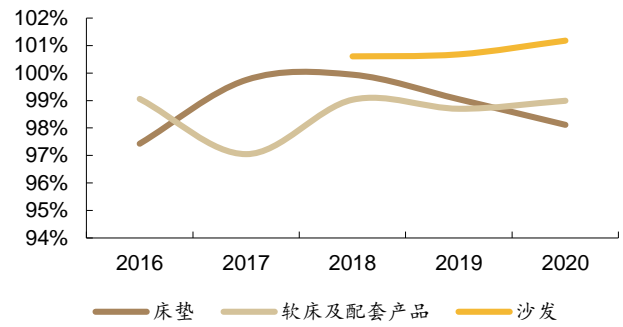
国内东西南北中全国范围布局。国内分别在绍兴总部、绍兴袍江、浙江嘉兴、河北香河、四川成都、广东佛山、河南兰考设立七大生产基地，快速响应订单，供应全国市场需求。**为拓展国外市场，建立泰国海外生产基地。**公司主要生产床垫，2018年开始自主生产沙发，近三年产量稳定，略有上涨。2020年公司床垫、软床及配套产品、沙发的产量分别为354.82/82.19/18.27万张(套)。公司产销率保持较高水平，2020年床垫、软床及配套产品、沙发的产销率分别为98.11%/98.99%/101.18%，未来有望进一步扩张产能。

图 42：公司近三年产量稳定，略有增长（单位：万张、万套）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 43：产销率接近 100%



资料来源：公司公告，德邦研究所

3.3.3. 深化全质量管理体系，提高供应链管理效率

精细化质量把控，提升产品质量。公司拥有完善的质量控制体系，在同行业中率先通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、OHSAS18001 职业健康安全管理体系的认证，并将“三合一”管理体系的思想，通过一系列的管理制度将质量控制细化应用到生产管理的每一个环节，为客户提供有品质保证的精品。**对接国际质量标准。**

数字化转型完成，提高生产效率。公司不断完善供应链管理体系和全质量管理体系，实现了 SAP Hybris DMS、SAP Hybris EC、SAP S/4、制造执行 MES、供应商管理系统 SRM 上线运作，供应链管理更高效智能。采购端，供应商纳入 SRM 系统，提高原材料采购效率、透明度；运用 MRP 运算精确计算订单物料需求，快速与供应商对接。制造端，深化 S&OP 机制，提高管控深度，引入高级排程系统，提升订单管理精度；推动矩阵化职能转型，统筹落实协同降本。订单管理，通过 EMS 系统汇总生产订单信息、安排生产计划、执行生产、产品入库、发货等一系列行为。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 公司业务盈利预测

喜临门品牌业务

1) 电商渠道：公司线上销售策略逐步兑现，线上产品主要针对 25-30 岁青年群体，高品质与性价比兼备，伴随“喜临门”品牌力成型，线上渠道营收爆发式增长预计延续，我们预计 2021-2023 年喜临门线上渠道收入分别为 9.42、12.71、17.16 亿元，同比增长 40.00%、35.00%、35.00%。

2) 线下渠道：公司线下产品定位中高端客户群，积极布局线下门店，产品矩阵完善，床垫及软床协同效应强，床垫软床带单比例向好。公司采取大商模式，由经验丰富的经销商打造专业门店，有效提高流量转化。我们预计 2021-2023 年喜临门线下渠道收入分别为 28.43、35.76、44.18 亿元，同比增长 22.94%、25.79%、23.54%。

表 1: 公司营收测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	22.17	31.87	42.71	48.71	56.23	68.87	82.13	97.48
同比	31.39%	43.76%	32.11%	15.68%	15.43%	22.47%	19.25%	18.70%
毛利率	36.98%	34.70%	28.84%	34.75%	33.76%	35.03%	35.21%	35.85%
1.家具收入 (亿元)	19.29	27.95	41.20	47.26	52.98	68.23	81.42	96.70
同比	31.30%	44.86%	47.43%	14.70%	12.11%	28.77%	19.33%	18.77%
毛利率	34.52%	32.36%	29.95%	35.49%	34.29%	35.16%	35.33%	35.97%
1.1 民用家具收入 (亿元)	18.12	26.47	39.11	43.88	49.96	64.29	76.89	91.73
同比	30.15%	46.12%	47.75%	12.18%	13.86%	28.69%	19.60%	19.29%
毛利率	35.80%	33.01%	30.23%	36.55%	35.18%	36.15%	36.30%	36.89%
1.2 酒店家具收入 (亿元)	1.18	1.47	2.09	3.38	3.03	3.94	4.53	4.98
同比	52.05%	25.47%	41.71%	61.98%	-10.56%	30.00%	15.00%	10.00%
毛利率	14.77%	20.56%	24.57%	21.84%	18.97%	18.97%	18.97%	18.97%
2.影视剧销售收入 (亿元)	2.83	3.66	7.32	1.25	2.71			
同比	34.91%	29.04%	100.38%	-82.96%	117.40%			
毛利率	53.36%	54.22%		11.26%	26.49%			
3.其他收入 (亿元)	0.05	0.27	0.17	0.21	0.54	0.64	0.71	0.78
同比	-44.02%	496.27%	-35.54%	18.17%	159.70%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	59.82%	12.86%	21.58%	7.53%	21.50%	21.50%	21.50%	21.50%

资料来源: Wind, 德邦研究所

4.2. 投资建议

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 68.87、82.13、97.48 亿元, 同比增长 22.5%、19.2%、18.7%, 归母净利润分别为 4.89、6.23、7.70 亿元, 同比增长 56.0%、27.5%、23.5%, EPS 分别为 1.26、1.61、1.99 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.15X、16.59X、13.43X。考虑到公司产品、渠道、品牌优势明显, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 2: 可比公司

股票代码	股票简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	总股本 (亿)	PE				EPS			
					2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
603313.SH	梦百合	17.43	84.81	4.87	22.40	13.91	10.09	7.70	1.01	1.25	1.73	2.26
603816.SH	顾家家居	65.80	416.02	6.32	49.21	25.57	21.04	17.38	1.34	2.57	3.13	3.79
1999.HK	敏华控股	12.11	479.45	39.60	29.83	23.86	19.33	15.74	0.41	0.51	0.63	0.77
	平均值				33.81	21.11	16.82	13.61				
603008.SH	喜临门	26.69	103.40	3.87	23.88	21.15	16.59	13.43	0.81	1.26	1.61	1.99

资料来源: Wind, 德邦研究所 (表中 PE、EPS 除敏华控股为德邦研究所测算, 其余为 wind 净利润一直预期计算所得, 股价为 2021/7/28 收盘价, 所用港币兑人民币汇率为 2021/7/28 汇率)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.81	1.26	1.61	1.99
每股净资产	7.59	8.87	10.50	12.50
每股经营现金流	1.91	1.10	2.83	2.27
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	23.88	21.15	16.59	13.43
P/B	2.55	3.01	2.54	2.13
P/S	1.84	1.50	1.26	1.06
EV/EBITDA	10.21	14.92	10.86	8.59
股息率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	33.8%	35.0%	35.2%	35.9%
净利润率	5.6%	7.1%	7.6%	7.9%
净资产收益率	10.7%	14.2%	15.3%	15.9%
资产回报率	4.1%	5.7%	6.4%	6.9%
投资回报率	9.7%	9.5%	10.8%	11.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	15.4%	22.5%	19.2%	18.7%
EBIT 增长率	9.0%	3.4%	33.7%	23.5%
净利润增长率	-17.6%	56.0%	27.5%	23.5%
偿债能力指标				
资产负债率	58.1%	56.7%	55.0%	53.3%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.8
现金比率	0.3	0.3	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	48.4	60.5	54.4	57.4
存货周转天数	78.2	86.7	82.5	84.6
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
固定资产周转率	3.4	4.0	4.3	4.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	313	489	623	770
少数股东损益	38	26	53	66
非现金支出	244	119	117	116
非经营收益	92	55	36	50
营运资金变动	53	-263	269	-123
经营活动现金流	740	426	1,098	879
资产	-158	-275	-265	-318
投资	69	0	0	0
其他	-9	0	0	0
投资活动现金流	-98	-275	-265	-318
债权募资	1,890	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,959	-90	-90	-90
融资活动现金流	-69	-90	-90	-90
现金净流量	573	61	743	471

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,623	6,887	8,213	9,748
营业成本	3,725	4,474	5,321	6,253
毛利率%	33.8%	35.0%	35.2%	35.9%
营业税金及附加	41	53	63	73
营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	907	1,309	1,523	1,823
营业费用率%	16.1%	19.0%	18.6%	18.7%
管理费用	271	324	370	455
管理费用率%	4.8%	4.7%	4.5%	4.7%
研发费用	125	153	168	195
研发费用率%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
EBIT	555	574	768	949
财务费用	72	75	75	67
财务费用率%	1.3%	1.1%	0.9%	0.7%
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	-6	0	0	0
营业利润	437	594	814	995
营业外收支	-10	0	0	0
利润总额	427	594	814	995
EBITDA	741	694	885	1,064
所得税	76	79	137	159
有效所得税率%	17.8%	13.3%	16.9%	16.0%
少数股东损益	38	26	53	66
归属母公司所有者净利润	313	489	623	770

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,453	1,514	2,257	2,728
应收账款及应收票据	854	1,239	1,316	1,679
存货	799	1,063	1,202	1,449
其它流动资产	2,012	2,079	2,105	2,212
流动资产合计	5,118	5,894	6,881	8,069
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	1,631	1,743	1,916	2,121
在建工程	46	46	47	47
无形资产	257	343	379	423
非流动资产合计	2,446	2,644	2,853	3,102
资产总计	7,564	8,538	9,734	11,171
短期借款	1,410	1,410	1,410	1,410
应付票据及应付账款	1,675	2,091	2,483	2,885
预收账款	0	164	143	134
其它流动负债	1,161	1,033	1,174	1,376
流动负债合计	4,246	4,698	5,210	5,805
长期借款	90	90	90	90
其它长期负债	56	56	56	56
非流动负债合计	146	146	146	146
负债总计	4,392	4,844	5,356	5,951
实收资本	387	387	387	387
普通股股东权益	2,941	3,437	4,067	4,844
少数股东权益	231	257	310	376
负债和所有者权益合计	7,564	8,538	9,734	11,171

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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