

## 喜临门 (603008.SH)

## 聚焦家居主业，品类、渠道扩张下进入快速发展通道

2021年12月14日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/12/13
当前股价(元)	36.24
一年最高最低(元)	37.70/16.43
总市值(亿元)	140.40
流通市值(亿元)	140.40
总股本(亿股)	3.87
流通股本(亿股)	3.87
近3个月换手率(%)	56.61

### ● 床垫领军品牌，深耕睡眠市场

公司是国内床垫行业的领军企业，专注于研发、设计、生产、销售以床垫为核心的高品质家具。目前公司正处于渠道、品类快速扩张阶段，未来3-5年公司计划每年新开800-1000家门店，同时推进套系化销售进行品类融合，提高客单价、店效，在加大品牌投入的助力下，公司业绩有望快速提升。我们预测公司2021-2023年归母净利润为5.07/7.22/9.53亿元，对应EPS为1.31/1.86/2.46元，当前股价对应PE分别为27.7/19.4/14.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 市场规模提升龙头优势凸显，政策改善边际催化消费升级

全球软体家具产销量稳步提升，中国市场增速高于全球市场增速，沙发和床垫市场规模均持续稳健增长，2010年-2019年我国床垫市场规模也从274亿元增长至652亿元，CAGR为10.11%。伴随我国城镇居民可支配收入增加，消费层级也逐步提升，床垫、沙发市场有望进一步扩容。同时，软体行业内部结构正经历变化，集中度不断提升，龙头公司优势凸显。政策上，地产政策不断释放调整信号有利于未来地产销售、及竣工数据改善，带动下游家具消费，家具、家装下乡政策有望提振乡村消费，床垫、沙发等标品景气度有望提升。

### ● 床垫为核心，多品类、多渠道以及多元营销助力成长

**产品：**以床垫为核心，聚焦卧室产品，挖掘卧室更深入空间，向软床及配套品拓展。强研发投入推动产品升级，提升竞争力；通过外延打入沙发市场、完善产品矩阵，推动沙发业务增长。**渠道：**与大型家居卖场进行长期战略合作，增加拿店面积，推进快速扩门店；新开门店延伸至街边店、购物中心，打入空白市场并增加存量市场密度；推出“喜眠”系列产品，积极布局下沉市场。未来3-5年计划每年新开800-1000家；多品类融合、套系化销售，提高产品连带率，在保证开店速度同时增加店效、提高盈利能力。**营销：**线上探索各种新零售形式，全方位、多平台覆盖各种消费群体；线下举行大型IP促销活动，“蜜月喜临门”已成为独有的品牌文化；加大品牌投入，冠名大型综艺、签约知名艺人，提升品牌力。

### ● 风险提示：地产政策风险、产能不及预期、需求不及预期。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,871	5,623	7,300	9,450	11,917
YOY(%)	15.7	15.4	29.8	29.5	26.1
归母净利润(百万元)	380	313	507	722	953
YOY(%)	-186.8	-17.6	61.9	42.3	32.0
毛利率(%)	34.8	33.8	32.2	33.0	33.6
净利率(%)	7.8	5.6	6.9	7.6	8.0
ROE(%)	14.3	11.1	14.6	17.5	19.2
EPS(摊薄/元)	0.98	0.81	1.31	1.86	2.46
P/E(倍)	36.9	44.8	27.7	19.4	14.7
P/B(倍)	5.3	4.8	4.2	3.5	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 床垫领军品牌，深耕睡眠市场 .....	4
1.1、 喜临门历史沿革：逐步深耕，成为床垫领军品牌 .....	4
1.2、 公司创始人为实际控制人，股份回购、高股权激励目标激发成长潜能 .....	4
1.3、 聚焦家具主业，引领优质睡眠风潮 .....	5
1.4、 营业收入快速增长，剥离影视业务后业绩持续改善 .....	6
2、 市场规模提升龙头优势凸显，政策改善边际催化消费升级 .....	7
2.1、 软体家具市场规模稳步提升，消费升级进一步推进市场扩容 .....	7
2.2、 床垫、沙发行业市场集中度提升空间较大，龙头公司优势凸显 .....	9
2.3、 地产政策调整，家电下乡催化软体家居行业景气度提升 .....	10
3、 床垫为核心，多品类、多渠道助力增长 .....	11
3.1、 产品：以床垫为核心，打造多元产品矩阵 .....	12
3.1.1、 聚焦卧室产品，深挖睡眠产品核心需求 .....	12
3.1.2、 产品向客厅延伸，收购 M&D 拓展沙发业务 .....	13
3.2、 渠道：经销门店快速扩张，全渠道布局促增长 .....	14
3.2.1、 线下零售渠道快速扩门店，实现快速增长 .....	15
3.2.2、 线上渠道多平台引流，覆盖多元消费群体 .....	15
3.3、 营销：积极探索线上，打造多元营销体系 .....	16
4、 盈利预测与投资建议 .....	17
4.1、 关键假设 .....	17
4.2、 盈利预测与估值 .....	17
5、 风险提示 .....	18
附： 财务预测摘要 .....	19

## 图表目录

图 1： 喜临门发展经历数次探索 .....	4
图 2： 公司创始人为实际控制人 .....	5
图 3： 国内业务占比逐步提升 .....	6
图 4： 自主品牌民用家具收入占比逐步提升，影视剧业务剥离 .....	6
图 5： 公司营业收入快速增长 .....	7
图 6： 净利润水平受影视业务影响略有波动 .....	7
图 7： 毛利率稳定，2019 年以来归母净利率逐步改善 .....	7
图 8： 公司加大品牌投入、销售费用率保持较高水平 .....	7
图 9： 全球软体家具产销量稳步提升（亿美元） .....	8
图 10： 中国软体家具产值 2011-2018 年 CAGR 为 9.56% .....	8
图 11： 中国沙发市场规模稳步提升（单位：亿元） .....	8
图 12： 中国床垫市场规模提升（单位：亿元） .....	8
图 13： 城镇居民可支配收入稳步提升（单位：元） .....	9
图 14： 中国高净值人群数量稳步增长（单位：万人） .....	9
图 15： 2018 年中国沙发行业 CR4 约 12.1% .....	9
图 16： 2018 年中国床垫行业 CR4 约 17.5% .....	9
图 17： 2021 年 10 月商品住宅竣工面积接近历史最低 .....	11
图 18： 2021 年 10 月商品住宅销售面积接近历史最低 .....	11

图 19: 2015-2020 年, 我国农村居民可支配收入逐年稳健增长 .....	11
图 20: 喜临门“卧室”产品矩阵 .....	12
图 21: 公司逐年增加研发投入 .....	13
图 22: 公司 2019 年后研发费用率保持行业领先 .....	13
图 23: 公司 2019 年后床垫收入增速稳定 .....	13
图 24: 公司软床业务快速发展 .....	13
图 25: 喜临门沙发产品矩阵 .....	14
图 26: 公司沙发业务贡献营收逐年提升 .....	14
图 27: 门店数量快速扩张 .....	15
图 28: 线下渠道收入快速增长, 毛利率保持较高水平 .....	15
图 29: 线上渠道快速增长并保持 50% 以上毛利率水平 .....	16
图 30: “蜜月喜临门”IP 活动连续开展 7 年, 强化品牌文化 .....	16
图 31: 喜临门签约知名艺人杨洋作为公司代言人 .....	17
表 1: 公司设立较高股权激励目标 .....	5
表 2: 龙头品牌品类拓展优势逐渐显现 .....	10
表 3: 龙头企业更容易实现软体家具产品定制化 .....	10
表 4: 与行业可比公司相比喜临门 2021 年估值较低 .....	18

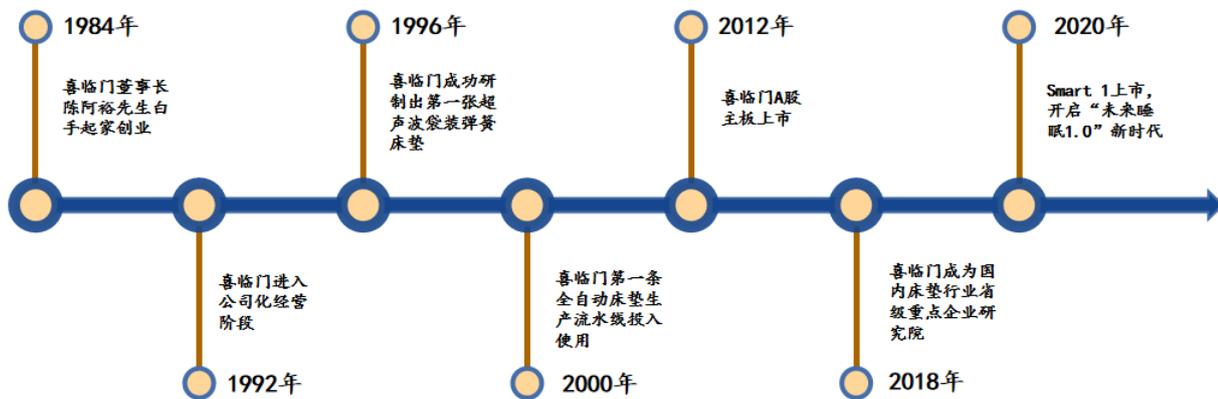
## 1、床垫领军品牌，深耕睡眠市场

公司是国内床垫行业的领军企业，专注于设计、研发、生产、销售以床垫为核心的高品质家具。公司旗下有“喜临门”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“喜眠”等品牌。公司主营业务包括民用家具业务和酒店家具业务两大类，民用家具业务主要是销售以床垫、软床为主的中高档卧室家具，酒店家具业务主要是向星级酒店或大型公建项目提供室内家具及装修配套的木制品。公司拥有多项技术专利，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”获国家发明专利。

### 1.1、喜临门历史沿革：逐步深耕，成为床垫领军品牌

公司由1984年董事长陈阿裕先生白手起家创业设立，1992年喜临门进入公司化运营阶段；1996年，喜临门成功研制出第一张超声波袋装弹簧床垫；2000年喜临门第一条全自动床垫生产流水线投入使用，开启规模化生产；2009年喜临门集团有限公司整体变更设立股份有限公司--喜临门家具股份有限公司；2012年喜临门A股主板上市；2018年喜临门成为国内床垫行业省级重点企业研究院，同时追赶数字智能化潮流，2020年积极响应疫情环境下的市场需求，集中研发力量成功开发出首款拥有双核抗菌防螨技术的自清洁抗菌床垫，并取得了美国杜邦 Intellifresh 技术在床垫产品独家授权和瑞士 Sanitized（山宁泰）授权，发布全新智能床垫 Smart1，在全渠道进行全面推广，构建完整的智能睡眠产品体系，C端对接华为智慧生活平台，B端跟涂鸦和华住签订战略合作协议，共同孵化智能睡眠市场。

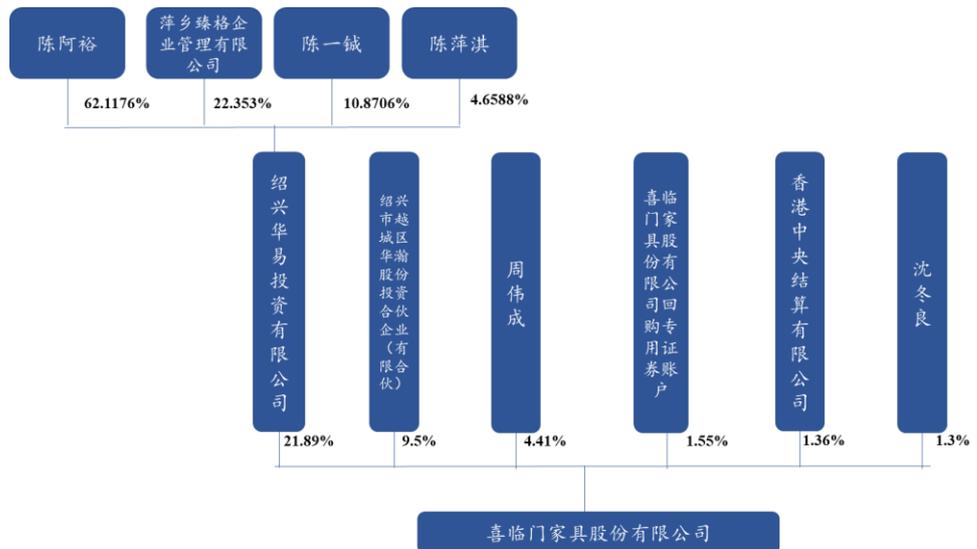
图1：喜临门发展经历数次探索



资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.2、公司创始人为实际控制人，股份回购、高股权激励目标激发成长潜能

公司创始人陈阿裕分别通过绍兴华易投资有限公司、绍兴市越城区华瀚股权投资合伙企业间接控股，掌握公司控股权。

**图2: 公司创始人为实际控制人**


资料来源: 公司公告、开源证券研究所 (截至 2021 年三季度)

回购公司股份将用于员工持股计划, 以此绑定骨干员工的利益, 充分调动员工积极性, 完善公司长效激励机制与利益共享机制。2021 年 9 月公司发布公告, 拟以自有资金 1.5-2.0 亿元在 12 个月内集中竞价交易回购公司股份, 回购价格不超 40.77 元/股, 按最高回购价格计算, 则回购股份不少于 368-491 万股, 占公司当前股份比例 0.95%-1.27%。

设立高股权激励目标, 绑定核心骨干, 激活公司成长潜能。公司 12 月 9 日公布员工持股计划。员工持股计划对象为董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员以及核心管理人员共计 42 人, 股票来源为上市公司回购的本公司股票, 规模不超过 676.7 万股, 约占公告日公司股本总额 3.9 亿股的 1.8%。股权激励计划拟向中层管理人员、核心骨干及董事会认为需要激励的其他人员授予 400 万份股票期权, 约占激励计划草案公告日公司股本总额 3.9 亿股的 1%。

**表1: 公司设立较高股权激励目标**

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	公司需满足下列两个条件之一: 1、以 2020 年的营业收入为基数, 2022 年的营业收入增长率不低于 66%; 2、以 2020 年的净利润为基数, 2022 年的净利润增长率不低于 128%。
第二个解锁期	公司需满足下列两个条件之一: 1、以 2020 年的营业收入为基数, 2023 年的营业收入增长率不低于 108%; 2、以 2020 年的净利润为基数, 2023 年的净利润增长率不低于 195%。
第三个解锁期	公司需满足下列两个条件之一: 1、以 2020 年的营业收入为基数, 2024 年的营业收入增长率不低于 160%; 2、以 2020 年的净利润为基数, 2024 年的净利润增长率不低于 285%。

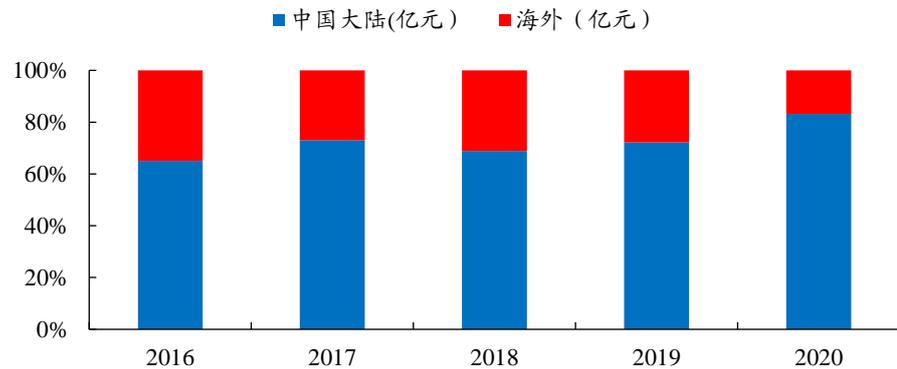
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 1.3、聚焦家具主业, 引领优质睡眠风潮

2020 年年底，喜临门剥离影视业务，专注家居主业，不断提高自主品牌占比。过去按照行业来拆分，公司业务包括家具行业、影视剧行业。2015 年喜临门收购晟喜华视，在原有家具业务上增加了影视传媒的内容，彼时影视文化产业火热，国内电影票房迎来上涨，但此后，其业绩表现并不理想，造成商誉减值，导致 2018 年出现亏损。2020 年 12 月 29 日，喜临门决定剥离影视业务，出售资产改善负债结构，聚焦家居主业，深耕“睡眠”主题。

按照地区来看，近年来中国大陆业务发展速度较快，海外业务增速有所放缓。公司 2020 年下半年开始组建跨境团队，2021 年开始运营，在美国亚马逊、ebay 等平台，截止到 11 月有 3000 万左右销售。

图3: 国内业务占比逐步提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 自主品牌民用家具收入占比逐步提升，影视剧业务剥离



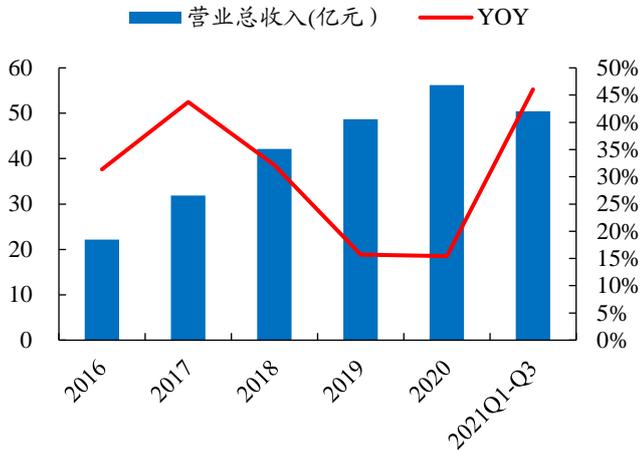
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 1.4、营业收入快速增长，剥离影视业务后业绩持续改善

公司持续扩张品类、快速进行线下门店扩张，整体业绩持续上升。2020 年公司营业收入为 56.23 亿元，同比增长 15.43%，2016-2020 年公司营业收入复合增长率达到 26.20%，2016-2020 年公司归母净利润复合增长率为 11.30%。2020 年 Q1-Q2 受疫情影响营收、净利润分别下滑，2020 年 Q3 业绩开始逐步改善，Q4 开始保持快速增长势头，2021 年 Q1-Q3 公司营业收入、归母净利润分别为 50.43 亿元、3.74 亿元，

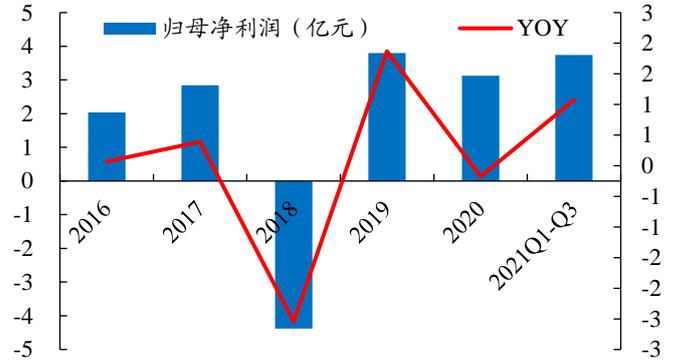
同比增速分别为 46.05%、107.47%，实现快速增长。2018 年公司由于收购的晟喜华视业绩不及预期造成商誉减值导致业绩亏损，2019 年 Q1 开始公司扭亏为盈，归母净利润为 0.23 亿元，随后公司归母净利润一直保持高速增长，2020 年底公司剥离影视业务。

图5: 公司营业收入快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

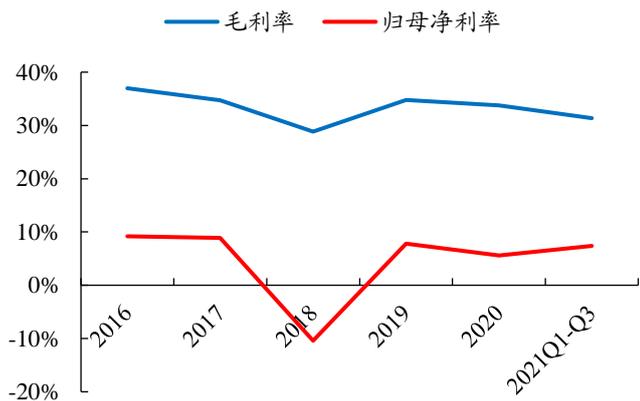
图6: 净利润水平受影视业务影响略有波动



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

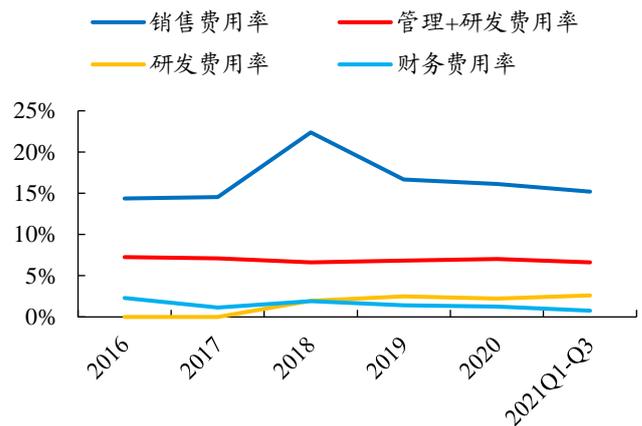
公司毛利率稳定，品牌投入力度较大。2018 年加大销售费用投放力度，冠名各类综艺节目、签约知名艺人等品牌推广措施，提高了广告和电子商务费用，影响了部分盈利能力，但预期为公司带来品牌知名度的显著提升。

图7: 毛利率稳定，2019 年以来归母净利率逐步改善



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 公司加大品牌投入、销售费用率保持较高水平

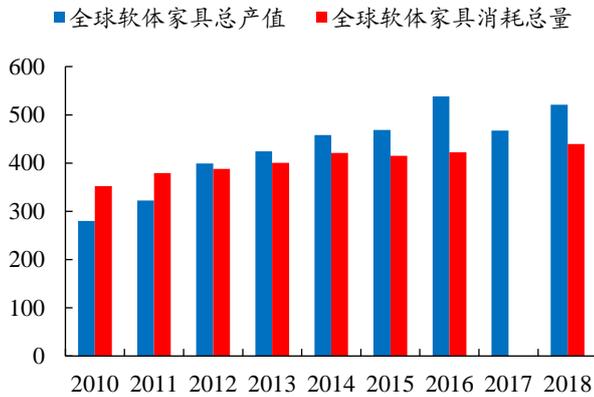


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、市场规模提升龙头优势凸显，政策改善边际催化消费升级

### 2.1、软体家具市场规模稳步提升，消费升级进一步推进市场扩容

**全球软体家具产销量稳步提升，中国市场增速高于全球市场增速。**根据前瞻产业研究院，全球软体家具产值从2011年的322.61亿美元增长至2018年的520.85亿美元，年均复合增速为7.08%。中国软体家具行业由于发达国家产能转移及本土企业规模的扩张，产值从2011年的141.95亿美元增长至2018年的269.02亿美元，CAGR为9.56%，略高于全球软体家具产值增速。

**图9：全球软体家具产销量稳步提升（亿美元）**


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

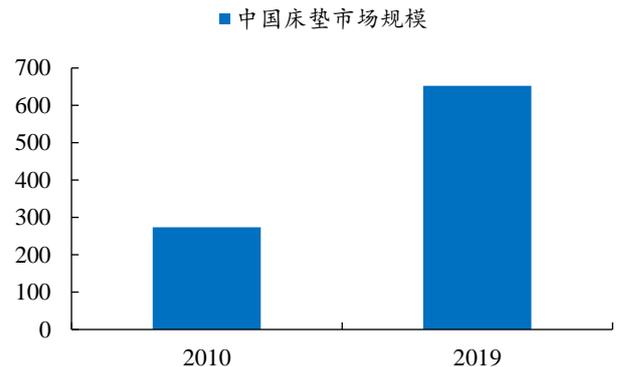
**图10：中国软体家具产值2011-2018年CAGR为9.56%**


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

**分品类看，我国沙发和床垫市场规模均持续稳健增长。**受益于软体家具渗透率提升和房地产市场持续发展，我国沙发市场规模从2010年的285.48亿元增长至2018年的545.74亿元，CAGR为10.84%。其中，沙发市场仍以传统沙发为主，功能沙发的市场份额仅为14%，未来仍有较大潜力。而2010年-2019年我国床垫市场规模也从274亿元增长至652亿元，CAGR为10.11%。

**图11：中国沙发市场规模稳步提升（单位：亿元）**

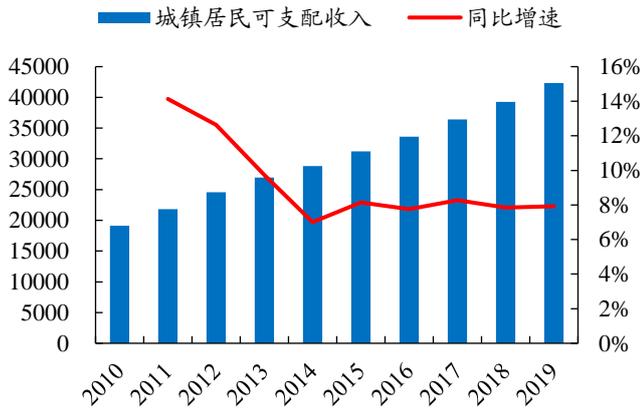

数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

**图12：中国床垫市场规模提升（单位：亿元）**


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

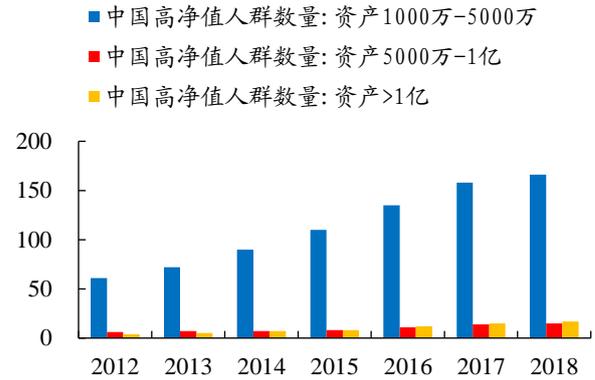
**我国居民收入持续提升，消费升级的红利仍在释放。**伴随我国城镇居民可支配收入增加，消费层级也逐步提升。2019年，我国城镇居民的人均可支配收入已达到42359元，2010-2019年的复合增速达9.3%，并且2015年至今的同比增速仍维持在8%左右。同时，2010年-2018年中国拥有资产超过1000万的高净值人群数量年均复合增速为18.77%，中高端消费群体也在持续扩容。

图13: 城镇居民可支配收入稳步提升 (单位: 元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 中国高净值人群数量稳步增长 (单位: 万人)

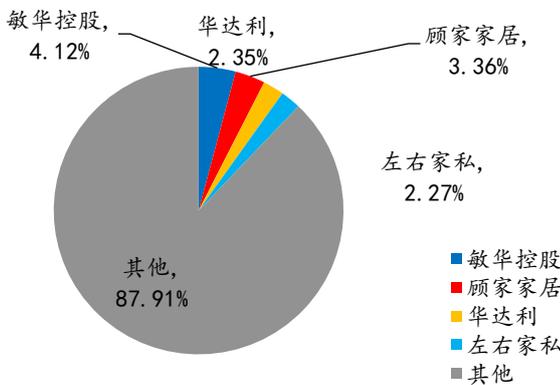


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、床垫、沙发行业市场集中度提升空间较大，龙头公司优势凸显

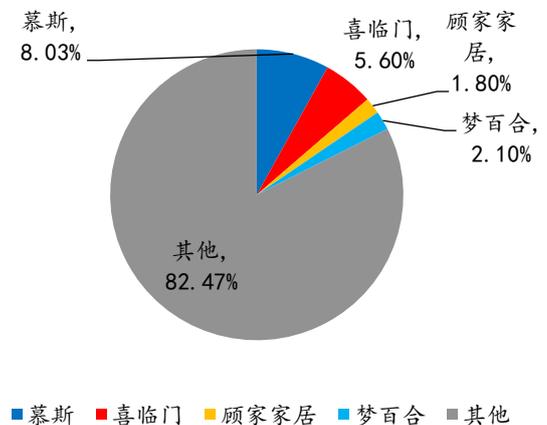
我国软体家居市场格局较分散，集中度提升空间大。软体家居行业由于运输半径受限、行业起步较晚、资金和技术门槛相对较低等原因，集中度仍较低。根据中国产业信息网，2018年我国沙发行业和床垫行业CR4分别为12.1%和17.5%。床垫龙头慕斯及沙发龙头敏华控股市占率分别仅为8.0%和4.1%。而美国软体家居市场，沙发行业CR4约50%，床垫行业CR4超过60%。因此参考美国软体家居市场，伴随我国软体家居市场的日益发展和居民消费水平提升，行业集中度的提升仍有较大空间。

图15: 2018年中国沙发行业CR4约12.1%



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

图16: 2018年中国床垫行业CR4约17.5%



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

龙头品牌品类拓展优势逐渐显现，产品矩阵多样化将拓宽客户群体覆盖面，加速集中度提升。过去由于沙发等品类设计的个性化以及品类的单一，产品受众面较小。丰富SKU和产品矩阵有助于满足更多消费者的需求，覆盖的客户群体更广。另外，伴随消费群体年轻化，快时尚成为主要消费方式，年轻消费群体喜爱风格多变，扩充及更新SKU适应多变的客户需求成为趋势。相较于普通企业而言，龙头企业更容易实现产品矩阵的扩张，提升市场份额。

**表2: 龙头品牌品类拓展优势逐渐显现**

公司	主打品类	品类拓展
顾家家居	皮制休闲沙发	床垫及软床、集成产品、红木家具、定制家具、餐桌等
敏华控股	功能沙发	床垫、按摩椅、配套产品、小件等
喜临门	床垫及软床	沙发
梦百合	记忆绵床垫及枕头	电动床、沙发

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

**相较于普通企业, 龙头企业更容易扩充 SKU:**

(1) **供应链规模效应。** SKU 增加会加大对供应链运营和成本管控的要求。龙头企业产销量更大, 并在原材料采购方面拥有议价权, 更易于降低成本, 产生规模效应。

(2) **存货周转率更高。** 产品系列的增加难以保证所有系列的销量, 容易造成库存积压。龙头企业凭借领先的渠道和产能布局, 存货周转率较高。

(3) **掌握终端数据。** 扩充 SKU 需要精准把握消费者需求, 龙头企业能够掌握更多终端销售数据, 根据数据反馈开发匹配客户需求的新品。

**表3: 龙头企业更容易实现软体家具产品定制化**

扩充 SKU 给软体家居制造商带来的挑战	龙头企业优势
采购和生产成本增加	规模效应
库存积压	存货周转率更高
品类、风格和尺寸的多样化	掌握终端数据

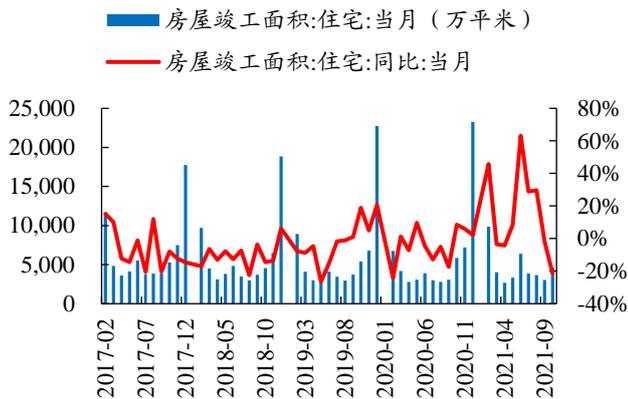
资料来源: 齐家网、开源证券研究所

**2.3、地产政策调整, 家电下乡催化软体家居行业景气度提升**

近期政治局会议强调稳字当头、稳中求进, 中央经济工作会议召开, 释放地产政策调整信号, 地产销售、竣工数据有望改善。12月3日央行、银保监会、证监会分别表态恒大事件为个别事件, 整体风险可控; 12月6日, 中共中央政治局召开会议分析研究2022年经济工作, 会议强调, 要推进保障性住房建设, 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 促进房地产业健康发展和良性循环; 12月10日中央经济工作会议提出要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 加强预期引导, 探索新的发展模式, 坚持租购并举, 加快发展长租房市场, 推进保障性住房建设, 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。地产政策有望进行调整, 前期受政策影响的地产销售、竣工数据有望得到改善。

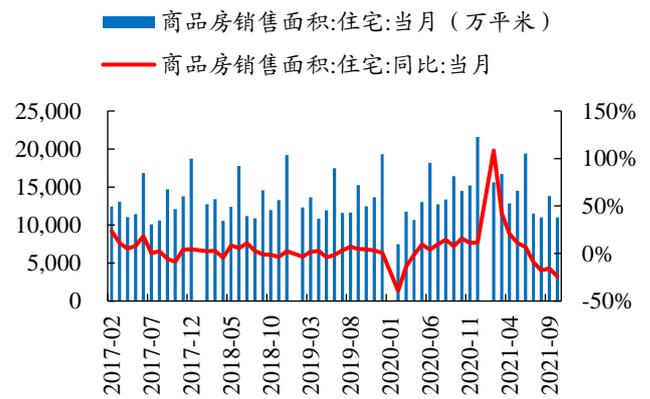
当前地产加速下行, 10月地产销售金额同比-22.6%, 10月开发投资同比-5.4%, 新开工-33.1%, 竣工-20.6%, 土地购置面积-24.2%, 均为历史最低或较低水平。随着地产政策逐步调整, 下游家居需求市场有望继续增加。

图17: 2021年10月商品住宅竣工面积接近历史最低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2021年10月商品住宅销售面积接近历史最低

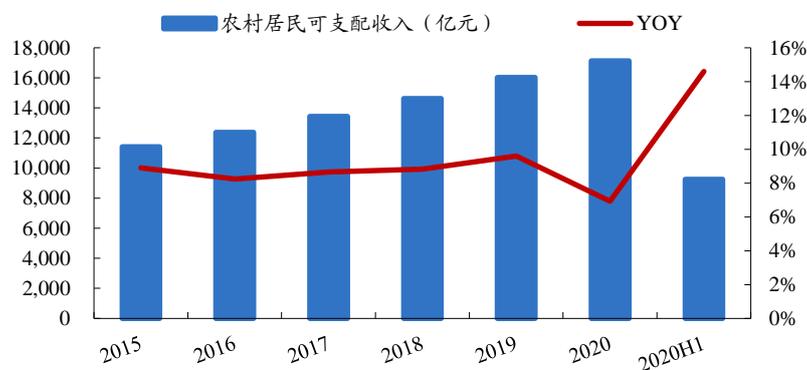


数据来源: Wind、开源证券研究所

家具、家装下乡政策有望刺激乡村市场需求，床垫、沙发等标品家具受益。2021年12月8日，国家发改委农村经济司司长吴晓表示，推动农村居民消费梯次升级。多措并举增加农民收入，实施农村消费促进行动。鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡。促进农村居民耐用消费品更新换代。

农村消费市场规模较大，未来相关配套政策的出台及家具家装下乡补贴的实施能进一步激发农村地区对家具家装的需求，利好注重渠道下沉、产品价格、类型丰富的家居上市公司。据第七次人口普查数据，2020年我国居住在农村的人口达50979万人，较大的人口基数构建了庞大的消费市场基础。同时国家统计局数据显示，2021H1乡村居民人均可支配收入为9248元，同比增长14.6%，扣除价格因素下实际同比增长14.1%，高于同期GDP增速(+12.7%)和城镇居民收入增速(+10.7%)。农村居民收入的较快增长有利带动消费升级，叠加国家政策的刺激，农村家居消费市场有望提振。

图19: 2015-2020年，我国农村居民可支配收入逐年稳健增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、床垫为核心，多品类、多渠道助力增长

### 3.1、产品：以床垫为核心，打造多元产品矩阵

喜临门产品力体现在其产品“健康睡眠”、“保护脊椎”等核心价值，以床垫为核心，打造多品类矩阵。产品体系覆盖床垫、沙发、软床和全屋定制，满足不同群体消费者的多元需求，并专注于产品研发，不断更新迭代。公司产品以“保护脊椎”为核心功能诉求，以“抗菌、防螨、除甲醛”为健康护航，倾力为消费者打造绿色、智能、舒适、健康的睡眠和居家体验，并已形成以“喜临门”品牌为核心，多风格多层次的品牌体系以满足不同消费者个性化需求，旗下系列主要包括“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“喜眠”及“可尚”，以及意大利沙发品牌“Chateau d’Ax”、“M&D Milano&Design”、“M&D Casaitalia”等。

#### 3.1.1、聚焦卧室产品，深挖睡眠产品核心需求

以床垫为核心，聚焦卧室产品，挖掘卧室更深入空间，品类向软床及配套品拓展。公司床垫及软床围绕“保护脊椎”的核心功能，不断挖掘不同消费群体的需求，每个系列床垫、及软床在满足健康睡眠的基础诉求上进行差异化定位，每一款产品的研发，都会从不同使用者的角度出发。“净眠”系列定位 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体征和睡眠偏好，提供更适合国人的健康床垫及卧室睡眠空间产品；“法诗曼”定位于 90 后年轻人群，以“家居实用美学”为核心设计理念；“爱尔娜”定义为轻奢风格，定位高端客户群体；“布拉诺”定位于年轻群体，倡导环保，颜值，舒适，品质的生活理念，奉行现代简约；“喜眠”系列涵盖卧室空间，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。

图20：喜临门“卧室”产品矩阵

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体征和睡眠偏好，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		该系列定义为轻奢风格，定位高端客户群体，精致而有光泽的金属运用，独具匠心的精湛工艺技术，充满美学的装饰艺术，追求独特华丽的创意调性，使产品更具有品质感，摩登感，不着痕迹的透露出对精致考究的生活态度：雅致轻奢，精致生活”。
布拉诺	BURANO 布拉诺		该系列定位于年轻群体，倡导环保，颜值，舒适，品质的生活理念，奉行现代简约，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，在注重产品的合理性和使用持久性的基础上融合创意设计，并采用大象纹、狐裘皮等仿生科技布艺，打造亲肤、舒适的产品，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。

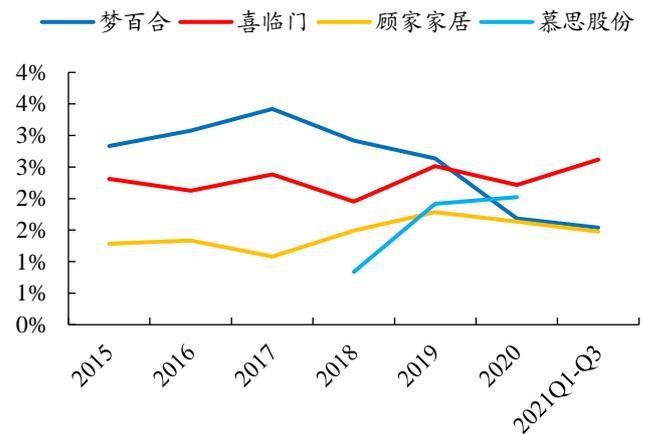
资料来源：公司公告、开源证券研究所

**强研发投入下产品不断升级，产品竞争力持续提升。**公司逐年增加研发投入，2015-2020 年公司研发费用复合增长率达到 26%，2021 年 Q1-Q3 公司研发费用率为 2.62%，在软体家居行业内处于领先水平。研发投入的增加使公司积累了强大的研发能力，截至目前喜临门累计获得国内有效专利超过 600 项。研发能力的提升促使公司持续进行产品迭代，公司从 2020 年开始集中研发力量成功开发出首款拥有双核抗

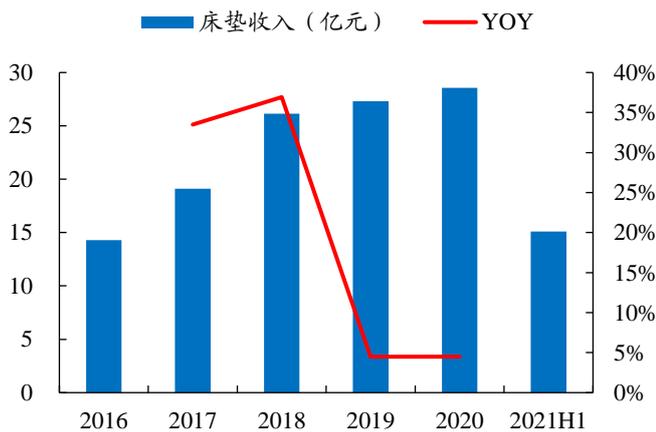
菌防螨技术的自清洁抗菌床垫，并取得了美国杜邦 Intellifresh 技术在床垫产品独家授权和瑞士 Sanitized（山宁泰）授权，在全渠道进行全面推广；发布全新智能床垫 Smart 1，构建完整的智能睡眠产品体系，C 端对接华为智慧生活平台，B 端跟涂鸦和华住签订战略合作协议，共同孵化智能睡眠市场。同时，对现有产品系列“净眠”、“法诗曼”、“可尚”、“喜眠”、“爱尔娜”等进行全面升级，进一步提升产品颜值和科技、突出产品功能、优化产品结构，提高产品竞争力，并逐步在新款床垫系列中着手打造品牌的超级符号。

**图21: 公司逐年增加研发投入**

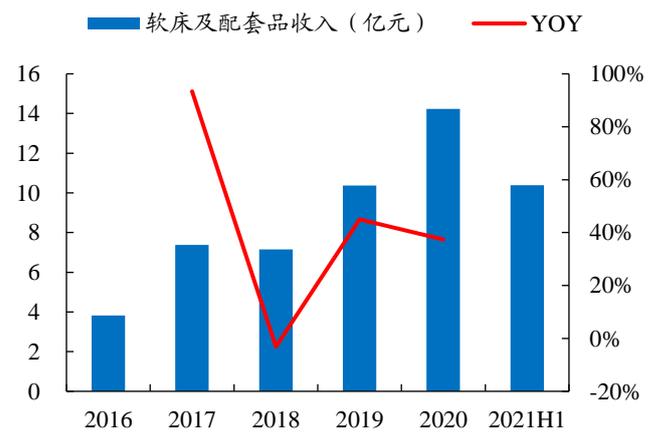

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图22: 公司 2019 年后研发费用率保持行业领先**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图23: 公司 2019 年后床垫收入增速稳定**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图24: 公司软床业务快速发展**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.1.2、产品向客厅延伸，收购 M&D 拓展沙发业务

通过外延方式打入沙发市场、完善产品矩阵，推动沙发类业务增长。公司 2016 年创立“可尚”系列品牌，正式进入沙发市场，2017 年底，公司与意大利著名沙发品牌夏图公司达成战略合作，收购其旗下子公司嘉兴米兰映像 51% 的股权并成为控

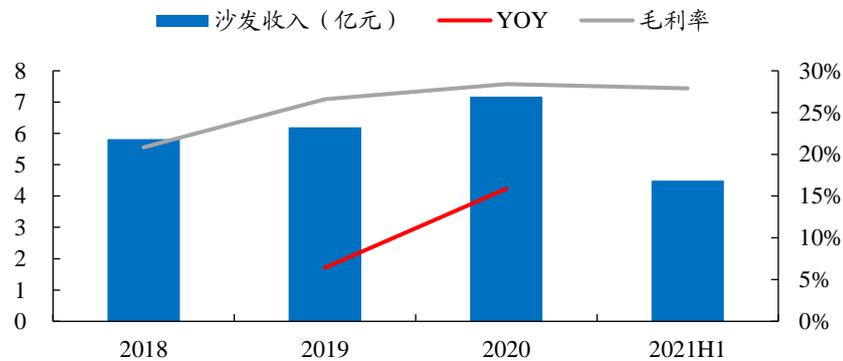
股股东。米兰映像拥有意大利进口的夏图产品在中国的销售权，也拥有定位中高端的“M&D Milano&Design”系列沙发和“M&D CASA”系列沙发在全球的业务。通过本次并购，公司将与夏图公司合作，实现强强联合，共同把 M&D 品牌打造成为“全球品质，中国风范”的行业标杆。2020 年公司沙发业务营业收入 7.18 亿元，占比营业收入 12.8%，同比增长 15.9%，毛利率由 2018 年的 20.84% 增长到 2020 年的 28.41%。

图25: 喜临门沙发产品矩阵

<p>可尚</p> 		<p>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。</p>
<p>Chateau d'Ax</p> 		<p>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。</p>
<p>M&amp;D Milano&amp;Design</p> 		<p>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。</p>
<p>M&amp;D CASA</p> 		<p>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。</p>

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图26: 公司沙发业务贡献营收逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、渠道：经销门店快速扩张，全渠道布局促增长

公司以线下经销渠道为主，同时全渠道布局共同驱动收入增长。公司渠道有自主品牌零售渠道、自主品牌工程渠道和 OEM 业务渠道。

**自主品牌零售渠道**包括线上平台销售和线下专卖店销售。随着公司品牌力逐步提升，加盟商体系日益完善，线上平台运营模式不断创新，公司自主品牌零售渠道得到快速拓展。在线上喜临门品牌已与天猫、京东、苏宁易购等核心电商平台形成深度合作，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。

**自主品牌工程渠道**主要覆盖了酒店、地产业务。主要合作单位为大型房地产集

团、高星级酒店管理公司、连锁酒店集团、酒店式公寓等客户，通过与其建立长期合作关系，为其提供床垫、床以及其他相关配套产品。同时，寻求新的合作模式，在增加新建酒店床垫采购市场份额的基础上，赋能广大现有酒店升级改造，创造市场需求，与酒店共营，打造更多样的主题房型，升级用户住店睡眠体验，O2O 体验快速变现，取得更多收益。

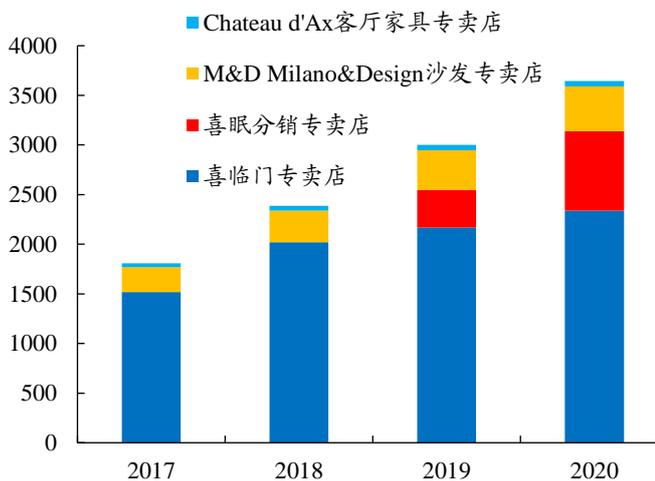
**OEM 业务渠道**包括国际国内代加工业务，主要为宜家、NITORI、尚品宅配等国内外知名家具销售商提供床垫、床、沙发等产品的代加工服务。

### 3.2.1、线下零售渠道快速扩门店，实现快速增长

**与大型卖场合作快速扩张门店，推进套系化销售实现线下渠道快速增长。**公司与红星美凯龙、居然之家等大型家居卖场确立长期战略合作关系，增加拿店面积，推进快速扩门店，同时进行多品类融合，增加套系化销售，在“卧室”门店增设“客厅”展区，提高产品连带率并提高店效。2020 年末公司门店合计 3643 家，其中喜临门、喜眠、M&D、夏图专卖店数量分别为 2340 家、800 家、450 家、53 家，未来 3-5 年公司计划每年新开 800-1000 家，在保证开店速度同时，公司也加大返利力度扶持经销商、重点培育收入较高的大商，保证门店盈利能力。

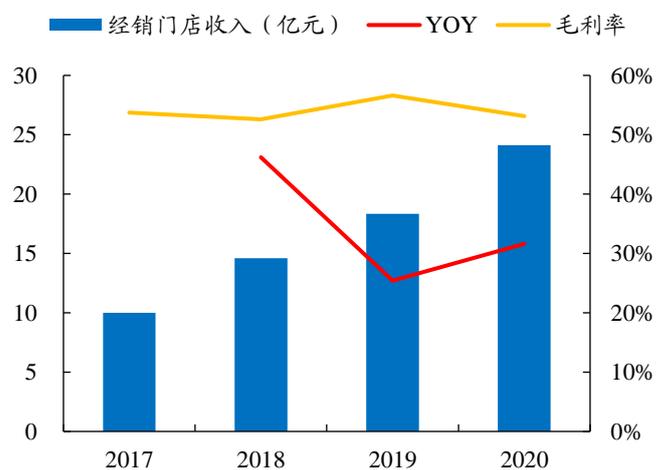
**积极推进渠道下沉，打入空白市场并增加已进入市场门店密度。**公司为布局下沉渠道，推出“喜眠”系列产品，产品定位于低线城市，涵盖卧室空间，并延展至全屋空间，打造功能化、一体化，开店策略从家居卖场转向街边店。同时，在已经占有的市场区域，在家居卖场之外，公司更多将门店铺进购物中心，增加现有区域的门店密度。

**图27：门店数量快速扩张**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图28：线下渠道收入快速增长，毛利率保持较高水平**



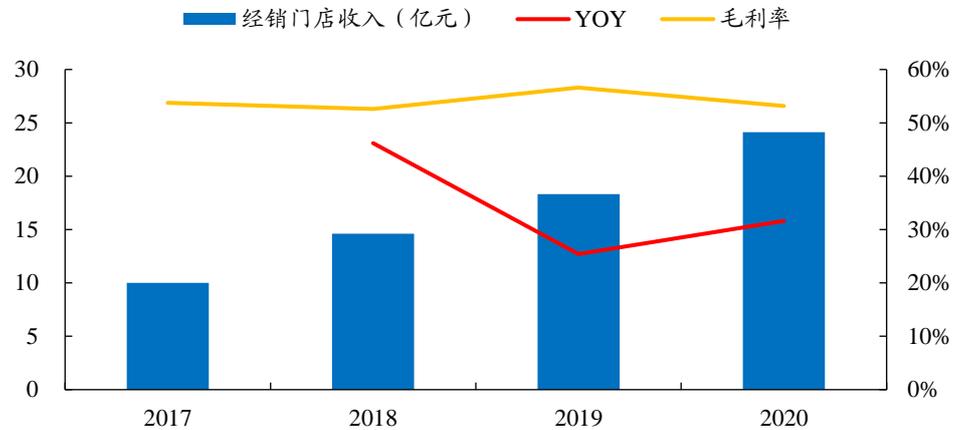
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2.2、线上渠道多平台引流，覆盖多元消费群体

**线上渠道与天猫、京东合作，以官方旗舰店运营为主，探索多种引流形式。**公司推出线上专供款式产品，配合线上销售，解决线上消费配送困难痛点，配合线上销售仓储物流体系。同时积极运用店铺直播、总裁直播、头部主播直播等新型模式，

全方位、多平台覆盖各种消费群体。2020年公司线上收入6.73亿元,同比增长35.55%,2017-2018年毛利率均保持在50%以上。

**图29: 线上渠道快速增长并保持50%以上毛利率水平**



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.3、营销: 积极探索线上, 打造多元营销体系

**积极探索新零售, 线上推广与线下活动协同发力。**线上布局: 探索各种新零售形式, 包括店铺直播、总裁直播、头部主播直播等新型模式, 全方位、多平台覆盖各种消费群体。**线下活动:** 公司每年举行大的IP促销4-5次, 其中较为代表性的“蜜月喜临门”IP活动连续开展7年, 已成为喜临门独有的品牌文化, 为提升品牌形象提供很好的基础, 喜临门蜜月第七季营销端增加很多品牌福利, 同时在门店落地终端, 邀请了众多明星助阵, 品牌端口也做了最大化的赋能。

**图30: “蜜月喜临门”IP活动连续开展7年, 强化品牌文化**



资料来源: 公司官网

打造多品类多风格产品体系，构建多元化营销架构。针对不同消费者需求，喜临门打造多风格、多层次的产品体系，深挖各类市场细分领域，目前已形成以“喜临门”品牌为核心,包括“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“喜眠”及“可尚”,以及意大利沙发品牌“Chateau d'Ax”、“M&D Milano&Design”、“M&D Casaitalia”等旗下品牌。对于品牌营销方面，喜临门相继冠名《跨界喜剧王》《奔跑吧》等知名大 IP 综艺节目；通过小红书、B 站、抖音等新媒体平台，构建新的品牌公域流量内容生态；2021 年 10 月 18 日，喜临门宣布签约知名艺人杨洋作为代言人，促进品牌更多深植年轻消费群体心智，带动公司业绩。

图31: 喜临门签约知名艺人杨洋作为公司代言人



资料来源：公司官网

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

(1) 产品：伴随品类不断扩张，更多门店进行多品类套系化销售，客单价有望提升。

(2) 渠道：门店从家居卖场向购物中心、街边店扩张，扶持经销商开更多店，增加存量市场密度、打入空白市场，公司渠道有望快速扩张。

(3) 营销：加大品牌投入，签约知名艺人、冠名大型综艺节目、抢占消费者心智，公司品牌力有望进一步提升。

### 4.2、盈利预测与估值

公司是国内床垫行业的领军企业，专注于研发、设计、生产、销售以床垫为核心的高品质家具。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 5.07/7.22/9.53 亿元，对应 EPS 为 1.31/1.86/2.46 元，当前股价对应 PE 分别为 27.7/19.4/14.7 倍。目前公司正处于渠道、品类快速扩张阶段，未来 3-5 年公司计划每年新开 800-1000 家门店，同时推进套系化销售进行品类融合，提高客单价、店效，在加大品牌投入的助力下，

公司业绩有望快速提升。

首次覆盖给予“买入”评级。

**表4: 与行业可比公司相比喜临门 2021 年估值较低**

证券代码	证券简称	收盘价(单位: 元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603816.SH	顾家家居	74.09	-27.20	100.20	24.90	21.40	55.29	27.65	22.18	18.25
603313.SH	梦百合	17.90	1.31	-49.56	207.52	41.88	17.72	45.90	14.79	10.47
1999.HK	敏华控股	12.80	20.1	17.5	29.8	31	31.22	25.10	20.32	15.42
	平均	34.93	-1.93	22.71	87.41	31.43	36.51	36.77	18.49	14.36
603008.SH	喜临门	36.24	-17.60	60.40	31.40	37.70	44.8	27.7	19.4	14.7

资料来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/12/13, 梦百合盈利预测来源于 Wind 一致预测。)

## 5、风险提示

地产政策风险、产能不及预期、需求不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3835	5118	6147	6559	8165
现金	1048	1453	420	1245	549
应收票据及应收账款	1152	854	1750	1622	2631
其他应收款	152	106	229	204	342
预付账款	79	76	125	136	194
存货	1151	799	1792	1522	2619
其他流动资产	252	1830	1830	1830	1830
<b>非流动资产</b>	2823	2446	2948	3537	4224
长期投资	11	15	18	20	23
固定资产	1612	1631	2130	2704	3334
无形资产	249	257	270	285	298
其他非流动资产	950	542	531	527	569
<b>资产总计</b>	6658	7564	9094	10096	12389
<b>流动负债</b>	3534	4246	5346	5621	6930
短期借款	1574	1410	1410	1410	1410
应付票据及应付账款	1535	1675	2591	2867	3953
其他流动负债	425	1161	1345	1344	1567
<b>非流动负债</b>	247	146	146	149	149
长期借款	176	90	91	94	93
其他非流动负债	72	56	56	56	56
<b>负债合计</b>	3781	4392	5492	5770	7079
少数股东权益	221	231	251	286	355
股本	391	387	387	387	387
资本公积	1393	1362	1362	1362	1362
留存收益	899	1194	1664	2333	3205
<b>归属母公司股东权益</b>	2655	2941	3351	4040	4955
负债和股东权益	6658	7564	9094	10096	12389

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	498	740	-177	1744	322
净利润	412	351	527	758	1022
折旧摊销	176	186	186	233	231
财务费用	69	72	60	64	62
投资损失	9	6	3	8	7
营运资金变动	-158	53	-957	681	-999
其他经营现金流	-11	73	3	1	0
<b>投资活动现金流</b>	-281	-98	-695	-831	-925
资本支出	355	212	499	586	685
长期投资	0	-4	-3	-3	-3
其他投资现金流	74	110	-199	-247	-244
<b>筹资活动现金流</b>	-167	-69	-161	-88	-92
短期借款	81	-164	0	0	0
长期借款	25	-85	1	3	-0
普通股增加	-4	-4	0	0	0
资本公积增加	-43	-30	0	0	0
其他筹资现金流	-226	215	-162	-91	-92
<b>现金净增加额</b>	50	573	-1033	825	-695

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	4871	5623	7300	9450	11917
营业成本	3178	3725	4949	6332	7913
营业税金及附加	39	41	61	74	93
营业费用	812	907	1168	1512	1886
管理费用	210	271	302	393	496
研发费用	122	125	146	192	242
财务费用	69	72	60	64	62
资产减值损失	-2	-19	0	0	0
其他收益	47	33	0	0	0
公允价值变动收益	23	-19	-3	-1	-0
投资净收益	-9	-6	-3	-8	-7
资产处置收益	69	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	513	437	607	876	1218
营业外收入	2	10	4	5	5
营业外支出	3	20	7	8	9
<b>利润总额</b>	513	427	605	873	1215
所得税	100	76	78	115	193
<b>净利润</b>	412	351	527	758	1022
少数股东损益	32	38	19	35	69
<b>归母净利润</b>	380	313	507	722	953
EBITDA	764	660	851	1169	1508
EPS(元)	0.98	0.81	1.31	1.86	2.46

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.7	15.4	29.8	29.5	26.1
营业利润(%)	217.7	-14.8	38.8	44.3	39.2
归属于母公司净利润(%)	-186.8	-17.6	61.9	42.3	32.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.8	33.8	32.2	33.0	33.6
净利率(%)	7.8	5.6	6.9	7.6	8.0
ROE(%)	14.3	11.1	14.6	17.5	19.2
ROIC(%)	10.6	8.7	11.8	14.5	16.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.8	58.1	60.4	57.2	57.1
净负债比率(%)	27.0	3.5	31.6	7.5	19.3
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	4.1	5.6	5.6	5.6	5.6
应付账款周转率	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.98	0.81	1.31	1.86	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	1.91	-0.46	4.50	0.83
每股净资产(最新摊薄)	6.85	7.59	8.65	10.43	12.79
<b>估值比率</b>					
P/E	36.9	44.8	27.7	19.4	14.7
P/B	5.3	4.8	4.2	3.5	2.8
EV/EBITDA	19.6	21.7	18.0	12.5	10.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn