

2022年06月03日

# 喜临门 (603008.SH)

## 深度分析

轻工制造 | 家具

### 赋能成长，蓄势前行

#### 投资要点

◆ **美国床垫行业经验借鉴：**从消费需求来看，美国床垫行业发展成熟，需求与成屋销售相关，但更多来自于床垫自身的更换周期，床垫消费频率高于家具产品，此外，居家时间的延长使得消费者更加重视家居环境，对床垫需求有增无减。从品牌市占率变化来看，舒达在 2011 年终结丝涟占据三十年的龙头地位，其通过营销策略的精准投放，积极提升消费者对于床垫产品的认知度与需求，品牌形象深入人心；床垫作为标准化程度较高的家居品类，舒达基于消费者洞察的产品研发创新成为企业持续发展的关键因素。从行业集中度变化来看，2014 年及以前，美国床垫龙头制造商之间的强强并购整合进一步推动床垫行业集中度提升，行业集中度一度高达 70%。2014 年以后，新兴品牌依托线上渠道另辟蹊径，在竞争激烈的床垫市场获取一席之地，行业集中度有所下滑，传统龙头同样加强线上布局，印证线上渠道对床垫品类的重要性。

◆ **我国床垫市场有望量价齐升，行业集中度提升空间广阔：**需求方面，2010-2020 年我国软体家具总产值和消费规模年均复合增长率分别为 6.1%、4.9%，其中床垫品类占据软体家具近半份额，我国为全球仅次于美国的第二大床垫消费国，2020 年消费规模达到 85.4 亿美元，占据全球 28% 的份额。2010-2020 年我国床垫消费规模年均复合增速为 6.2%，增速快于其它主要床垫消费国家以及我国软体家具消费规模。伴随城镇化进程、消费升级、国民睡眠健康意识提升，我们预计我国城镇区域床垫市场规模有望在 2025 年达到 1109 亿元，2021-2025 年 CAGR 预计为 12.6%。同时回溯我国首轮家电和汽车下乡成果，后续“家具下乡”政策细则出台有望打开床垫在农村地区的成长空间。竞争格局方面，我国床垫行业集中度较低，对比美国，国内床垫行业集中度有望进一步向头部企业集中。

◆ **喜临门：以产品为核，渠道为基，套系销售开辟新成长空间：**我们总结公司核心竞争优势主要有以下三个方面：**产品角度**，公司深耕床垫细分赛道，研发实力身后，基于充分消费者洞察，产品以“护脊”为核心功能，以“抗菌、防螨、除甲醛”为健康护航，公司研发规模逐年提升，研发费用率位居行业前列。在床垫品类基础上，公司拓展软床、沙发品类，完善卧室、客厅空间布局，强化终端套系化销售，客单价提升显著。**渠道角度**，公司零售线下门店快速拓展，2021 年开店提速，同时门店运营效率和卖场位置不断优化，单店提货额和经销商盈利水平不断提升。线上渠道多年位居电商大促床垫品类第一名。公司大宗业务中酒店床具业务增速亮眼，21 年携手 OTA 平台赋能酒店，有望构筑第二增长曲线。**营销角度**，公司以品牌年轻化焕新和国潮品牌为营销战略，签署年轻代演员为代言人，赞助多档顶级综艺节目，全面拥抱年轻圈层，在家装消费者年轻化背景下，有望触及更多年轻消费者。

◆ **投资建议：**复盘美国床垫行业发展历程，床垫产品的研发创新、品牌理念精准营销以及同业间的并购整合，是公司提升市占率和行业提升集中度的有效途径。对比美国，我国床垫市场尚未成熟，我们认为在城镇化水平、国民对睡眠健康重视程度提升、家具下乡政策背景下，床垫产品在我国渗透率将持续提升，伴随消费升级，床垫市场有望呈现量价齐升。喜临门作为国内床垫龙头企业，产品研发能力深厚，

投资评级

买入-A

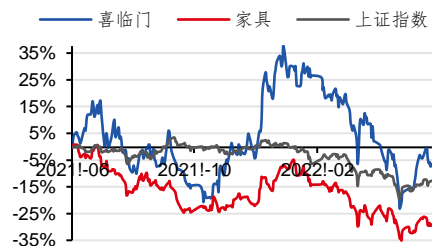
股价(2022-06-02)

27.15 元

#### 交易数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 总市值（百万元）  | 10,518.39     |
| 流通市值（百万元） | 10,518.39     |
| 总股本（百万股）  | 387.42        |
| 流通股本（百万股） | 387.42        |
| 12 个月价格区间 | 21.00/40.45 元 |

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

|      |       |        |      |
|------|-------|--------|------|
| 升幅%  | 1M    | 3M     | 12M  |
| 相对收益 | 10.76 | -11.27 | 7.07 |
| 绝对收益 | 15.63 | -19.56 | -4.1 |

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号：S0910520020001  
 liujing1@huajinsec.cn

报告联系人

孙萌

sunmeng@huajinsec.cn

#### 相关报告

喜临门：21 年自主品牌零售表现靓丽，千店拓展计划圆满完成 2022-04-20

喜临门：21 年业绩靓丽收官，高激励目标定位长期发展 2022-01-22

门店效率优化，线上渠道领先，拓展酒店渠道带来新增量，2021 年公司剥离影视业务，战略更加聚焦，22Q1，公司营收同比增长 12.4%，其中自主品牌零售业务在疫情扰动下同比增长依旧达到 20%，22Q1 公司毛利率可比口径下同比提升 3.0pct，经营韧性较强。我们预计公司 2022-2024 年净利润为 7.20/9.39/12.17 亿元，同比增长 28.9%/30.4%/29.6%，最新股价对应公司 22、23 年 PE 分别为 15、11 倍，给予“买入-A”评级建议。

◆ 风险提示：原材料价格大幅波动；地产景气度下行风险；国内疫情反复。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E  | 2024E  |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,623 | 7,772 | 9,584 | 11,863 | 14,808 |
| YoY(%)    | 15.4  | 38.2  | 23.3  | 23.8   | 24.8   |
| 净利润(百万元)  | 313   | 559   | 720   | 939    | 1,217  |
| YoY(%)    | -17.6 | 78.3  | 28.9  | 30.4   | 29.6   |
| 毛利率(%)    | 33.8  | 32.0  | 33.2  | 34.0   | 34.6   |
| EPS(摊薄/元) | 0.81  | 1.44  | 1.86  | 2.42   | 3.14   |
| ROE(%)    | 10.7  | 17.5  | 17.8  | 19.2   | 20.3   |
| P/E(倍)    | 33.56 | 18.82 | 14.61 | 11.20  | 8.64   |
| P/B(倍)    | 3.6   | 3.3   | 2.6   | 2.2    | 1.8    |
| 净利率(%)    | 5.6   | 7.2   | 7.5   | 7.9    | 8.2    |

数据来源：Wind，华金证券研究所

## 内容目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1、他山之石：观美国床垫行业发展史，借以鉴今</b>                         | <b>7</b>  |
| 1.1 美国床垫需求来自更换周期与成屋销售，市场发展成熟                          | 7         |
| 1.2 舒达逆袭之路值得借鉴，美国床垫行业集中度有所下滑                          | 9         |
| 1.2.1 脍炙人口的营销+新产品研发，舒达 2011 年市占率反超丝涟                  | 9         |
| 1.2.2 泰普尔收购丝涟，美国床垫行业集中度更进一步                           | 12        |
| 1.2.3 新品牌依托线上渠道快速发展，美国床垫行业集中度下滑                       | 12        |
| 1.3 品牌营销+产品研发+强强联合造就行业高度集中，线上渠道不容忽视                   | 14        |
| <b>2、我国床垫市场有望量价齐升，行业集中度提升空间广阔</b>                     | <b>15</b> |
| 2.1 床垫占软体家具近半份额，预计 2021-2025 年我国城镇床垫行业规模 CAGR 为 12.6% | 15        |
| 2.2 回溯家电/汽车下乡成果，家具下乡政策有望打开床垫下沉市场                      | 20        |
| 2.3 我国床垫行业集中度提升空间大，头部企业竞争优势明显                         | 21        |
| <b>3、喜临门：以产品为核，渠道为基，套系销售开辟新增长空间</b>                   | <b>23</b> |
| 3.1 基本信息：国内床垫领军企业，股权激励高目标彰显发展信心                       | 23        |
| 3.2 产品端：深耕床垫细分赛道，丰富卧室客厅产品系列                           | 25        |
| 3.2.1 国潮床垫品牌领军者，研发夯实产品根基                              | 25        |
| 3.2.2 产品延展至客卧空间，套系化销售效果显著                             | 29        |
| 3.3 渠道端：零售业务线上线下共同发力，酒店床具业务高增                         | 30        |
| 3.3.1 零售线下渠道高质量拓展，22 年预计新开千家门店                        | 31        |
| 3.3.2 线上差异化产品布局，稳居主流平台床垫销量榜首                          | 33        |
| 3.3.3 携手 OTA 平台开拓酒店床具业务，代工业务表现稳健                      | 35        |
| 3.4 营销端：品牌年轻化焕新，引领国潮新风尚                               | 37        |
| <b>4、财务分析及盈利预测与估值</b>                                 | <b>39</b> |
| 4.1 财务分析：营收高速复合增长，21 年重新聚焦软体家居业务                      | 39        |
| 4.2 盈利预测与估值   | 42        |
| <b>5、风险提示</b>   | <b>44</b> |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1：1876 年席梦思先生和他的 9 个员工开始生产弹簧床垫 | 7  |
| 图 2：1895 年席梦思成为全世界最大的弹簧床垫制造商之一   | 7  |
| 图 3：美国床垫批发市场规模及同比增速              | 8  |
| 图 4：2016-2017 年美国从华进口床垫数量（万张）    | 8  |
| 图 5：美国房地产市场以存量房为主（单位：千套）         | 8  |
| 图 6：美国床垫批发市场规模与成屋销售走势基本趋同        | 8  |
| 图 7：TOP4 美国床垫制造商市占率变化            | 9  |
| 图 8：1950 年舒达广告标语                 | 10 |
| 图 9：舒达数绵羊入睡广告片                   | 10 |
| 图 10：席梦思营业收入于 2008 年下滑           | 10 |
| 图 11：席梦思 2008 年发生大额亏损            | 10 |
| 图 12：2011 年 iComfort 系列技术        | 11 |
| 图 13：最新 iComfort 系列特色技术          | 11 |
| 图 14：舒达 iComfort 床垫产品            | 11 |
| 图 15：2007-2011 丝涟和舒达零售市场规模（百万美元） | 11 |

|   |    |
|---|----|
| 图 16: 1994-2012 年丝涟营业收入及增速.....           | 12 |
| 图 17: 1994-2012 年丝涟净利润及增速 .....           | 12 |
| 图 18: 丝涟 2005-2012 年资产负债率居高不下.....        | 12 |
| 图 19: 2002-2013 年泰普尔营业收入及增速 .....         | 12 |
| 图 20: 更多消费者倾向于线上购买床垫 .....                | 13 |
| 图 21: 美国寝具线上渠道占比.....                     | 13 |
| 图 22: 2015-2020 年泰普尔丝涟收入结构——分渠道.....      | 13 |
| 图 23: Casper 将床垫装在一个大约迷你冰箱大小的盒子里 .....    | 14 |
| 图 24: 2017-2020 年 Casper 营收及同比增速 .....    | 14 |
| 图 25: 丝涟将床垫装在 15*15*44 的盒子中.....          | 14 |
| 图 26: Tuft&Needle 品牌.....                 | 14 |
| 图 27: 2010-2021 年中国软体家具市场产值规模及增速 .....    | 15 |
| 图 28: 2020 年全球软体家具产值占比 .....              | 15 |
| 图 29: 2010-2020 年中国软体家具消费规模 .....         | 16 |
| 图 30: 2020 年我国占全球软体家具消费额的 28% .....       | 16 |
| 图 31: 全球主要国家床垫行业消费规模（单位：亿美元） .....        | 16 |
| 图 32: 床垫为软体家具市场的重要品类（2020 年） .....        | 16 |
| 图 33: 2010-2020 年中国常住人口城镇化率不断提高.....      | 17 |
| 图 34: 2013-2020 年中国城镇居民人均可支配收入 .....      | 17 |
| 图 35: 我国超 3 亿人存在睡眠问题障碍 .....              | 17 |
| 图 36: 85%的受访者会采取行动改善睡眠质量.....             | 17 |
| 图 37: 寝具为消费者购买比重最高的助眠产品.....              | 18 |
| 图 38: 我国目前城市化水平相当于日本 20 世纪 60 年代.....     | 19 |
| 图 39: 我国和欧美国家床垫普及率对比 .....                | 19 |
| 图 40: 我国家庭户规模不断缩小 .....                   | 19 |
| 图 41: 我国接近一半用户正在使用超过 5 年的床垫 .....         | 19 |
| 图 42: 农村各家电品类每百户拥有量.....                  | 21 |
| 图 43: 农村各家电品类每百户拥有量的同比变化 .....            | 21 |
| 图 44: 农村摩托车品类每百户拥有量.....                  | 21 |
| 图 45: 我国乘用车销量及同比增速（单位：万辆） .....           | 21 |
| 图 46: 2020 年中国床垫行业企业市场份额 .....            | 22 |
| 图 47: 2018-2020 年中国床垫行业 CR3 集中度变化情况 ..... | 22 |
| 图 48: 家具制造业亏损比例于 2017 年开始持续提升 .....       | 22 |
| 图 49: 喜临门、梦百合、敏华控股门店净增数量（家） .....         | 22 |
| 图 50: 喜临门发展历程 .....                       | 23 |
| 图 51: 喜临门股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日） .....   | 24 |
| 图 52: 购买床垫时消费者考虑的主要因素.....                | 25 |
| 图 53: 影响睡眠质量的主要身体疾病.....                  | 25 |
| 图 54: 喜临门三重护脊技术 .....                     | 25 |
| 图 55: 公司床垫产品采用七区分段设计，分压承托 .....           | 25 |
| 图 56: 健康安全、绿色环保类家居用品将成为新的消费潮流 .....       | 26 |
| 图 57: 环保是大众最重视的家居需求.....                  | 26 |
| 图 58: 喜临门 Deeepro 抗菌防螨技术 4 大亮点 .....      | 26 |
| 图 59: 喜临门双核抗菌防螨技术.....                    | 26 |
| 图 60: 中国智能家居市场规模持续扩大 .....                | 27 |

|   |    |
|---|----|
| 图 61: 喜临门智能床垫 Smart 1 .....                   | 27 |
| 图 62: 软体家居企业历年研发费用规模 (单位: 亿元) .....           | 27 |
| 图 63: 公司研发费用率领先于同行业水平 .....                   | 27 |
| 图 64: 喜临门、慕思、梦百合专利数量 .....                    | 28 |
| 图 65: 喜临门研发人员数量及占比 .....                      | 28 |
| 图 66: 公司沙发业务营收稳步增长 .....                      | 30 |
| 图 67: 2017-2021 年 M&D 专卖店 (含夏图) 门店数量及增速 ..... | 30 |
| 图 68: 喜临门各渠道营收同比增速 .....                      | 31 |
| 图 69: 喜临门收入结构——分渠道 .....                      | 31 |
| 图 70: 公司门店数量快速增长 .....                        | 31 |
| 图 71: 2021 年末同业门店数量对比情况 .....                 | 31 |
| 图 72: 红星美凯龙助攻喜临门抢跑 2022 五一国潮 .....            | 32 |
| 图 73: 喜临门在红星美凯龙门店位置 .....                     | 32 |
| 图 74: 喜临门平均单店提货额及同比增速 .....                   | 32 |
| 图 75: M&D (包含夏图) 平均单店提货额及同比增速 .....           | 32 |
| 图 76: 公司线下经销渠道营业收入及同比增速 .....                 | 33 |
| 图 77: 喜临门对加盟商的营销支持体系 .....                    | 33 |
| 图 78: 床垫消费渠道调查 .....                          | 33 |
| 图 79: 公司部分直播活动 .....                          | 33 |
| 图 80: 公司 2017-2021 年线上渠道营收及同比增速 .....         | 34 |
| 图 81: 公司线上渠道占比逐步提升 .....                      | 34 |
| 图 82: 公司大宗业务营收及拆分 (单位: 百万元) .....             | 35 |
| 图 83: 公司大宗业务毛利率 .....                         | 35 |
| 图 84: 喜临门深睡房 .....                            | 36 |
| 图 85: 喜临门与携程战略合作 .....                        | 36 |
| 图 86: 喜临门全球九大生产基地布局 .....                     | 36 |
| 图 87: 2021 年睡眠经济消费主体年轻化程度 .....               | 37 |
| 图 88: 2017-2021 年喜临门广告及业务宣传费用率领先 .....        | 37 |
| 图 89: 喜临门年轻化营销战略 .....                        | 37 |
| 图 90: 消费者选择国货品牌的原因 .....                      | 38 |
| 图 91: 近五成消费者选择国产床垫品牌 .....                    | 38 |
| 图 92: 喜临门荣获 2021 年床垫行业领军品牌称号 .....            | 38 |
| 图 93: 喜临门携手故宫文化推出“宫禧恭喜”系列床垫 .....             | 38 |
| 图 94: 公司 2022 年获工信部认证“中国顾客推荐度指数”第一 .....      | 39 |
| 图 95: 公司 2015-2022Q1 营业收入及同比增速 .....          | 39 |
| 图 96: 公司 2015-2022Q1 归母净利润及同比增速 .....         | 40 |
| 图 97: 公司收入结构——分产品 .....                       | 40 |
| 图 98: 公司收入结构——分地区 .....                       | 40 |
| 图 99: 公司 2017-2022Q1 毛利率及净利率 .....            | 41 |
| 图 100: 公司 2017-2021 年各产品毛利率 .....             | 41 |
| 图 101: 公司 2017-2022Q1 期间费用率 .....             | 41 |
| 图 102: 2017-2021 年销售费用率明细拆分 .....             | 41 |
| 图 103: 公司盈利质量较高 .....                         | 41 |
| 图 104: 公司营运情况 (单位: 天) .....                   | 41 |

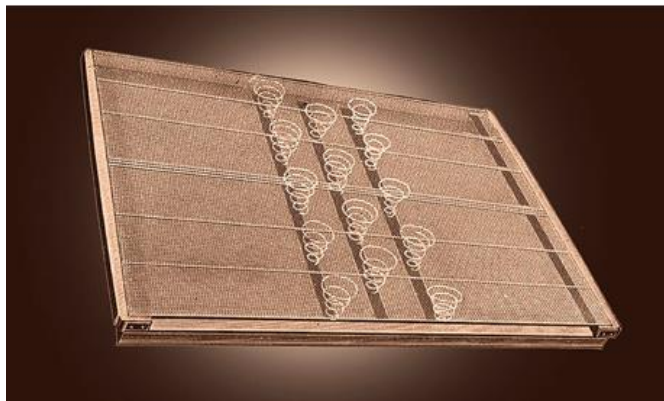
|  |    |
|--|----|
| 表 1: 预计 2025 年我国城镇区域床垫行业规模为 1109 亿元..... | 19 |
| 表 2: 我国首轮家电下乡和汽车下乡过程梳理.....              | 20 |
| 表 3: 2021 年公司激励计划业绩考核 .....              | 24 |
| 表 4: 公司卧室产品矩阵 .....                      | 29 |
| 表 5: 喜临门沙发产品矩阵 .....                     | 30 |
| 表 6: 喜临门天猫平台布局领先 .....                   | 34 |
| 表 7: 喜临门天猫平台热销产品 .....                   | 34 |
| 表 8: 喜临门双 11/618 床垫销售排名 .....            | 35 |
| 表 9: 公司盈利预测拆分（营收单位：百万元） .....            | 43 |
| 表 10: 可比公司估值 .....                       | 43 |



## 1、他山之石：观美国床垫行业发展史，借以鉴今

美国是现代床垫行业起步最早、历史最长的国家，从 1876 年席梦思公司发明床垫开始，美国床垫市场已有 140 多年的发展历史，行业也诞生了丝涟、舒达、泰普尔等国际知名床垫品牌，乳胶床垫、记忆棉床垫等符合人体工程学的床垫也相继问世，在颠覆人类睡眠习惯的同时，也使得人们对睡眠质量的重视程度与日俱增。美国作为床垫的起源地以及全球最大的床垫消费国，其床垫行业的发展历程对我们研究国内床垫行业有一定的借鉴与启发作用。

图 1：1876 年席梦思先生和他的 9 个员工开始生产弹簧床垫



资料来源：席梦思官网，华金证券研究所

图 2：1895 年席梦思成为全世界最大的弹簧床垫制造商之一

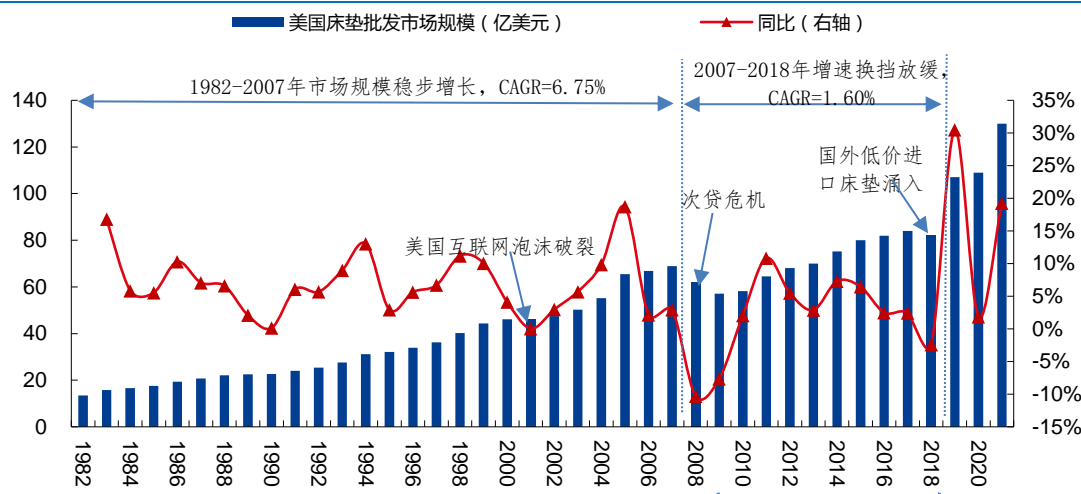


资料来源：席梦思官网，华金证券研究所

### 1.1 美国床垫需求来自更换周期与成屋销售，市场发展成熟

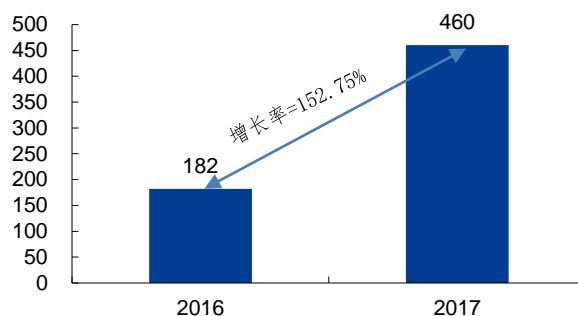
后疫情时代居家环境关注度提升，2021 年美国床垫批发市场规模增长近 20%。根据世界睡眠产业协会（ISPA）的数据，美国床垫批发市场规模在 1982-2007 年期间稳步增长，年均复合增速达到 6.75%，期间 2001 年虽受美国互联网泡沫破裂影响，当年增长停滞，但之后快速复苏。2008-2009 年全球金融危机期间，美国床垫批发市场规模连续两年快速下滑，2010 年开始恢复增长，同时，根据泰普尔丝涟国际年报，叠加 2016-2018 年期间国外低价进口床垫大量涌入的影响，美国床垫批发市场规模 2007-2018 年增速较上一阶段放缓，年均复合增速下降至 1.60%。2019 年美国商务部对华床垫作出反倾销终裁，美国床垫批发市场规模于 2019 年大幅增长 30.5%。2021 年，后疫情时期，消费者居家时间增加提升对居家环境的关注度，美国床垫批发市场规模达到 130 亿美元的新高水平，同比增长 19.27%。

图 3：美国床垫批发市场规模及同比增速



资料来源：ISPA, Sleep Number, 华金证券研究所

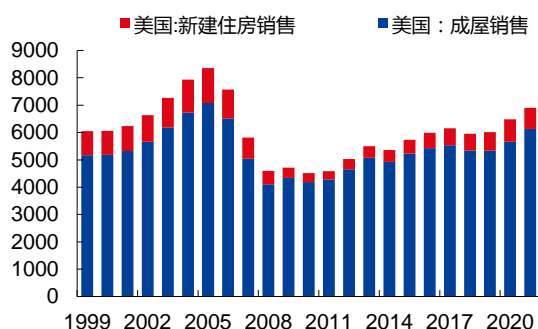
图 4：2016-2017 年美国从华进口床垫数量（万张）



资料来源：美国商务部, 华金证券研究所

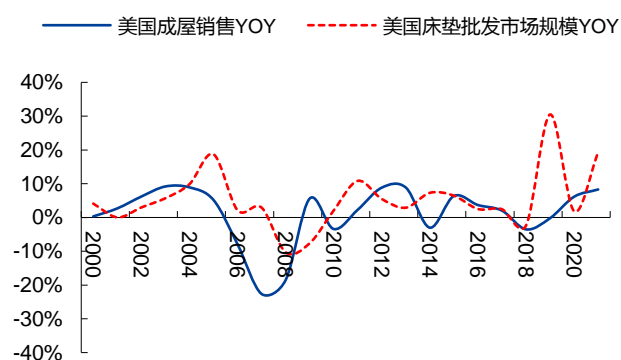
美国房屋销售以二手房为主，床垫需求来自房屋更换和自然更换周期。1999 年以来，美国房屋销售以二手房为主，成屋销售占比超过 85%，新房交易占比不足两成。住宅的销售结构决定美国房屋局部装修需求更高，同时更换房屋后，消费者基本会更换软装家居用品，家居消费呈现低客单值但高频的特征。因此，我们看到，美国床垫批发市场规模增速与二手房销售量整体走势趋同。整体看美国床垫需求，美国约 70% 的新床垫购买需求由床垫更换周期驱动，约八成消费者的床垫更换周期在 5 年以内，床垫行业发展较为成熟。

图 5：美国房地产市场以存量房为主（单位：千套）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 6：美国床垫批发市场规模与成屋销售走势基本趋同



资料来源：Wind, ISPA, 华金证券研究所

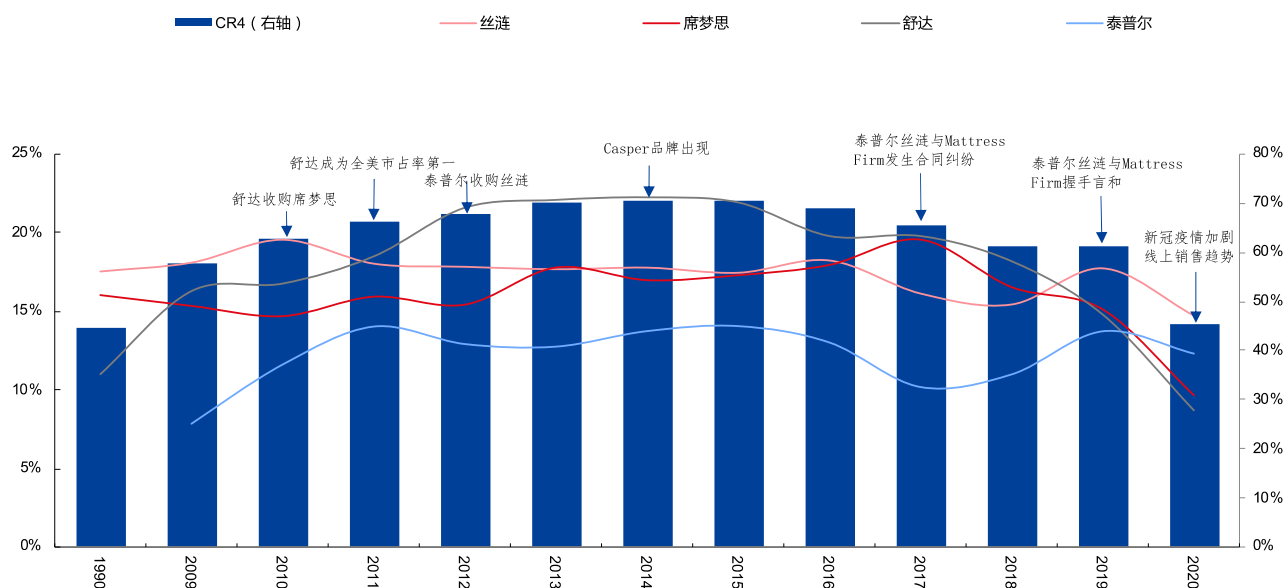


## 1.2 舒达逆袭之路值得借鉴，美国床垫行业集中度有所下滑

1876 年席梦思创造出第一张由 14 个弹簧组成的弹簧床垫，美国床垫市场正式开启，此后，丝涟和舒达相继于 1881、1931 年成立，泰普尔 1999 年在美成立。复盘 1990 年以来美国四大床垫制造商市占率和行业集中度的变化，我们发现：

- 美国床垫行业集中度在 1990-2014 年期间处于不断提升过程中，根据今日家居，1990 年，美国床垫市场的 3S（丝涟 Sealy、席梦思 Simmons、舒达 Serta）共占据 44.7% 的市场份额，三者市占率分别为 18.2%、16.2%、10.4%，2014 年三者市占率达到 56.9%，行业 CR4 已达到 70.7%。
- 在 1990-2014 年美国床垫行业集中度提升过程中，床垫龙头易主，舒达市占率从 1990 年开始不断上升，于 2011 年反超丝涟，2014 年市占率高达 22.3%，直至 2018 年一直为美国床垫第一大品牌。
- 2014 年以后，随床垫线上消费兴起，互联网床垫品牌不断涌现，美国床垫行业集中度开始下滑，2020 年 CR4 下降至 45.4%。

图 7：TOP4 美国床垫制造商市占率变化



资料来源：Furniture Today，华金证券研究所

### 1.2.1 脍炙人口的营销+新产品研发，舒达 2011 年市占率反超丝涟

成功打造“舒达羊”品牌标志，品牌形象享誉全球。1950 年，舒达推出 SertaPedic 系列床垫产品，针对床垫产品过软的问题，凭借“You sleep ON it, not in it.”的广告语而知名，以此倡导消费者要选择支撑性较好的弹簧床垫。2000 年，舒达与全球顶级的“定格动画”制作商阿德曼电影制作公司合作，创造出“舒达羊”的品牌标志，因为绵羊的英文发音“sheep”与睡眠的英文发音“sleep”极为相近，西方人认为失眠时“数绵羊”有益入睡，广告片中，由于舒达床垫太舒服，使人们拥有了完美睡眠，需要“数绵羊”入睡的人有所减少，“失业”的羊儿们开始与

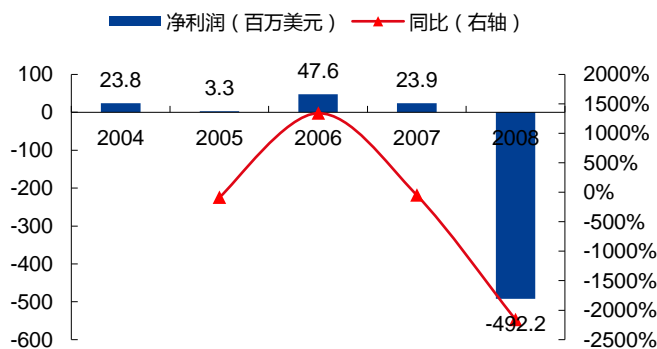
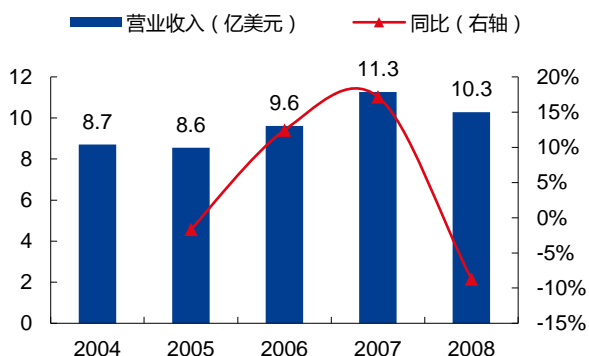
图 9: 舒达数绵羊入睡广告片



资料来源：舒达官网，华金证券研究所

**2010** 年收购床垫行业开拓者席梦思，舒达成为弹簧床垫领域的绝对龙头。席梦思是床垫行业的开拓者，**1925** 年首创独立袋装弹簧床垫甜梦（Beautyrest）系列，此后名声大噪。**20** 世纪 **70** 年代初，席梦思董事长格兰特席梦思对公司管理团队进行了比较激进的改革，但改革并未成功，反而导致公司市场份额和销售额大幅下滑，**1976** 年公司出现亏损，两年后其市场第一地位被丝涟夺取。**1979** 年开始，公司股权经过多次转让，负债剧增，一直在破产边缘徘徊。**2008** 年，席梦思在金融危机中大幅亏损 **4.92** 亿美元，公司因无法偿还债务进入破产重组程序，最终于 **2010** 年被舒达品牌控制人 **Ares** 资产管理公司和加拿大安大略教师退休基金会以 **7.6** 亿美元收购，至此，舒达公司成为弹簧床垫领域的绝对龙头，被收购后的席梦思品牌，市占率逐步回升，从 **2010** 年的 **14.7%** 提升至 **2017** 年的 **19.5%**。

图 11：席梦思 2008 年发生大额亏损



资料来源：席梦思年报，华金证券研究所

产品技术不断革新，2011 年舒达问鼎全美销量第一床垫品牌。2011 年，面对各式专业床垫和新材料床垫兴起，舒达开始研发记忆棉等新材料床上用品，推出高科技睡眠 iComfort 系列床垫，突破性地使用了具有温度调节效果的凝胶记忆海绵，减轻压力的同时增强舒适感。与普通记忆海绵相比，冷却舒适度提高了 7 倍，支撑力提高了 2 倍。该系列的大获成功使得舒达当年销售额大幅增长 18.1%，终结了丝涟长达 30 多年的床垫销量冠军，市占率达到 18.5%，成为全美出货量最大的床垫企业。2012 年，舒达再次推出结合了相同的凝胶记忆海绵和先进的内弹簧系统的 iSeries 混合床垫系列，当年收入增长 26.7%，成功扩大了与丝涟市占率的差距。根据今日家居，2011-2018 年舒达连续八年位居全美床垫行业出货排名第一。

图 12：2011 年 iComfort 系列技术



资料来源：舒达官网，华金证券研究所

图 14：舒达 iComfort 床垫产品



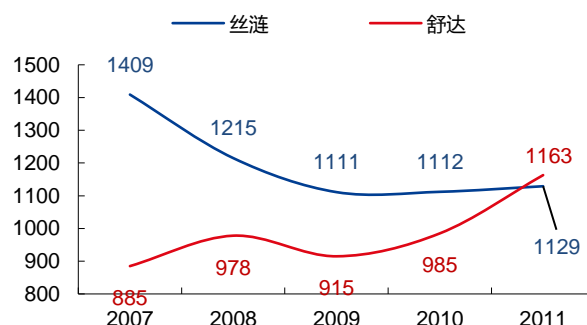
资料来源：舒达官网，华金证券研究所

图 13：最新 iComfort 系列特色技术



资料来源：舒达官网，华金证券研究所

图 15：2007-2011 丝涟和舒达零售市场规模（百万美元）



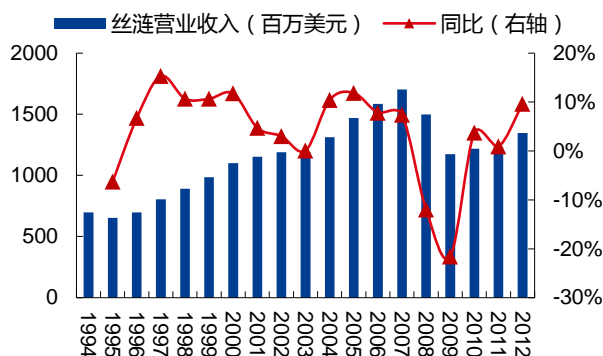
资料来源：Furniture Today，华金证券研究所

## 1.2.2 泰普尔收购丝涟，美国床垫行业集中度更进一步

2012 年专业床垫品牌泰普尔收购丝涟，行业集中度进一步提升。尽管丝涟从 1980 年开始连续三十余年稳坐美国床垫业销量冠军，销售额不断提高，但其资本结构的缺陷使其在 2008 年金融危机期间发生亏损，公司 2008 年、2010-2012 年均发生亏损。2012 年虽然丝涟营业收入恢复增长，但资产负债率过高导致财务费用居高不下。反观泰普尔，泰普尔财务状况更为稳健，并在金融危机结束后营业收入快速上升。2012 年，丝涟接受泰普尔以 13 亿美元收购，合并后公司整体更名为泰普尔丝涟国际公司，但两个品牌采取独立运营。收购后，二者的市占率保持平稳。

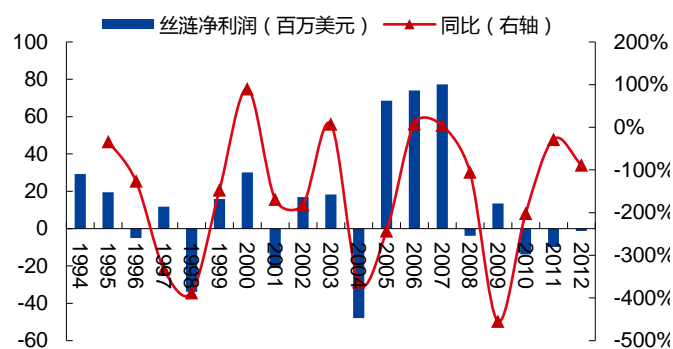
至此，美国床垫行业形成“席梦思+舒达”、“丝涟+泰普尔”的两大床垫品牌巨头，床垫行业集中度进一步提升，2014 年行业 CR4 达到 70.7%，是美国家居集中度最高的子行业。

图 16：1994-2012 年丝涟营业收入及增速



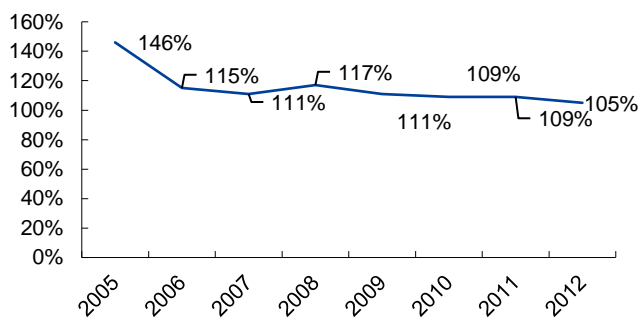
资料来源：丝涟年报，华金证券研究所

图 17：1994-2012 年丝涟净利润及增速



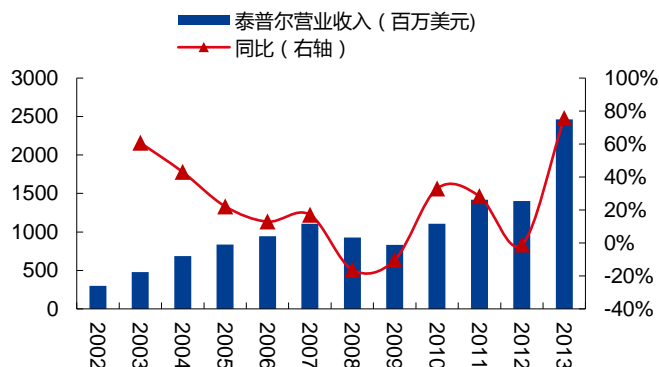
资料来源：丝涟年报，华金证券研究所

图 18：丝涟 2005-2012 年资产负债率居高不下



资料来源：丝涟年报，华金证券研究所

图 19：2002-2013 年泰普尔营业收入及增速



资料来源：彭博，泰普尔年报，华金证券研究所

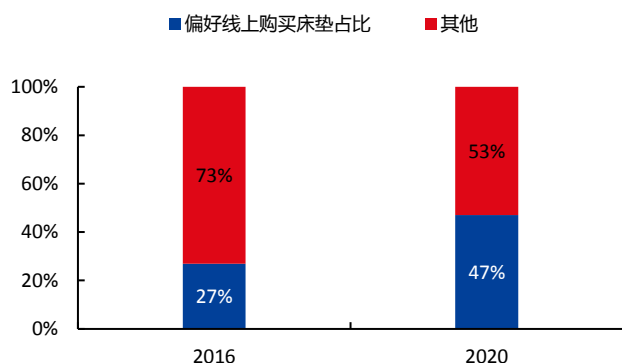
## 1.2.3 新品牌依托线上渠道快速发展，美国床垫行业集中度下滑

床垫线上消费偏好提升，龙头线上渠道占比较低。2014 年以后，美国床垫行业集中度有所下滑，行业头部集中状况开始瓦解，其主要原因是床垫线上渠道的崛起。根据 BedTimes 杂志研究，越来越多消费者开始偏好于从线上购买床垫，占比从 2016 年的 27% 提升至 2020 年 47%。根据今日家居，美国寝具线上渠道占比逐步提升，由 2014 年的 6% 提升至 2018 年的 21%。具



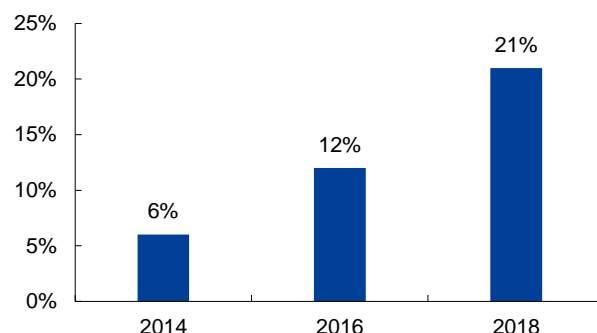
体到公司层面，美国床垫龙头企业虽然线上渠道收入占比提升，但仍处于较低水平，以泰普尔丝涟为例，其 2020 年线上渠道销售占比仅为 20%。

图 20：更多消费者倾向于线上购买床垫



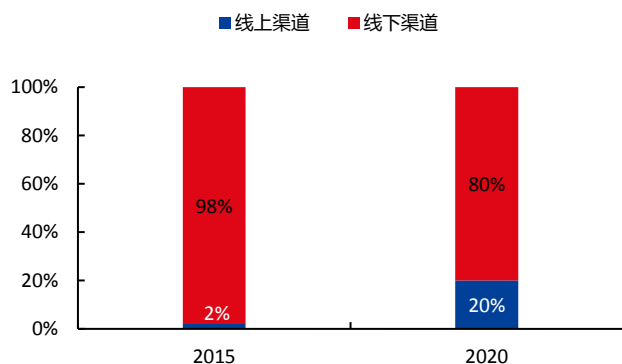
资料来源：BedTimes，华金证券研究所

图 21：美国寝具线上渠道占比



资料来源：Furniture Today，华金证券研究所

图 22：2015-2020 年泰普尔丝涟收入结构——分渠道



资料来源：泰普尔丝涟公司公告，华金证券研究所

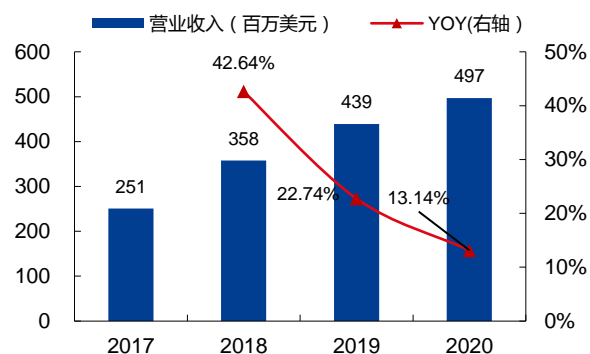
中小品牌依托线上渠道乘势追击，美国床垫行业集中度下滑。我们以美国典型互联网床垫品牌 Casper 为例，其成立于 2014 年，是通过互联网成长起来的第一代 DTC 睡眠品牌，成立之初推出便于运输、克服物流成本问题的“盒装床垫”，避开竞争激烈的线下渠道，选择在线上电商平台开展销售，通过 DTC 模式，不仅减少经销商中间环节，还使得品牌与用户之间建立了直接联系，进一步加强用户粘性，Casper 床垫产品定价在 500-950 美元区间，明显低于传统床垫品牌（1000-3000 美元）。2018-2020 年公司营收同比增速分别为 42.6%、22.7%、13.1%。伴随盒装床垫概念克服了物流成本问题，中小床垫制造商纷纷通过电商平台渠道摆脱对线下实体店的高度依赖，根据床上用品行业数据统计，美国床垫领域的初创公司从 12 家激增至 175 余家，其中包括 Leesa、Nectar 和 Purple 等新兴品牌。电商渠道给予中小品牌获取市场份额的途径，2014 年以来美国床垫行业集中度有所下滑，2020 年美国疫情全面爆发，封城令导致线下床垫实体店受损严重，新兴互联网床垫品牌获得快速发展，同年美国四大床垫品牌市占率均出现下滑，CR4 为 45.4%。

图 23: Casper 将床垫装在一个大约迷你冰箱大小的盒子里



资料来源: Furniture Today, 华金证券研究所

图 24: 2017-2020 年 Casper 营收及同比增速



资料来源: Casper 官网, 华金证券研究所

床垫龙头品牌积极响应, 布局线上渠道。面对床垫线上渠道的崛起, 龙头品牌同样跟进布局, 丝涟于 2016 年推出 Cocoon by Sealy 品牌, 使用盒装压缩床垫技术来迎合床垫线上化趋势, 旗下两款床垫产品 Chill Memory Foam 和 Chill Hybrid 官网分别定价 499 美元、739 美元。2018 年, 舒达席梦思和 2012 年成立的线上床垫品牌 Tuft&Needle 签订合并协议, 联手创立一个以消费者为中心的床垫和床上用品公司。由此可见, 头部床垫制造商也在积极布局线上销售渠道, 推动床垫行业线上化发展。

图 25: 丝涟将床垫装在 15\*15\*44 的盒子中



资料来源: Cocoon by Sealy 官网, 华金证券研究所

图 26: Tuft&Needle 品牌



资料来源: Tuft&Needle 官网, 华金证券研究所

### 1.3 品牌营销+产品研发+强强联合造就行业高度集中, 线上渠道不容忽视

通过回溯 1990 年以来美国床垫行业规模发展、品牌市占率和行业集中度的变化, 我们总结如下要点:

从床垫消费需求来看, 美国床垫行业发展成熟, 需求与成屋销售相关, 但更多来自于床垫自身的更换周期, 床垫消费频率高于家具产品, 此外, 居家时间的延长使得消费者更加重视家居环境, 对床垫需求有增无减。



从品牌市占率变化来看，舒达在 2011 年的成功值得借鉴，其通过深入人心的品牌营销，积极提升消费者对于床垫产品的认知度与需求，品牌享誉全球。随着床垫行业集中度的提高，龙头企业的规模和资金都达到相当的程度，品牌和渠道建设趋于完善，床垫作为标准化程度较高的家居品类，外观差异化较低，基于消费者洞察的产品研发创新成为企业持续发展的关键因素。

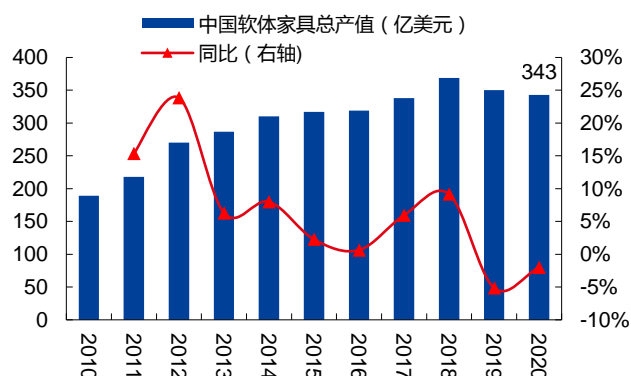
从行业集中度变化来看，2014 年及以前，美国床垫龙头制造商之间的强强并购整合进一步推动床垫行业集中度提升，行业集中度一度达到 70% 以上。2014 年以后，新兴品牌依托线上渠道另辟蹊径，在竞争激烈的床垫市场获取一席之地，行业集中度有所下滑，传统龙头同样加强线上布局，印证线上渠道对床垫品类的重要性。

## 2、我国床垫市场有望量价齐升，行业集中度提升空间广阔

### 2.1 床垫占软体家具近半份额，预计 2021-2025 年我国城镇床垫行业规模 CAGR 为 12.6%

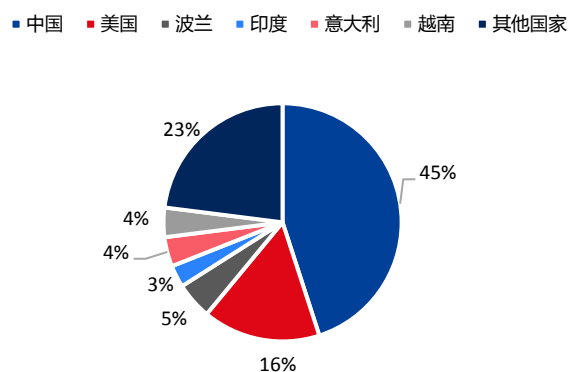
我国为全球最大的软体家具生产和消费国。产值方面，我国软体家具产业在引进国际先进生产设备及制造技术的基础上，通过消化吸收并充分发挥较低的劳动成本以及较完整的产业链配套的优势，逐步承接欧美等发达国家转移出的全球软体家具产能，总产值由 2010 年的 189 亿美元增长至 2020 年的 343 亿美元，年均复合增速为 6.1%，2020 年全球产值占比为 45%，远超其他国家。消费规模方面，受益于我国经济的持续与快速增长、居民收入水平的提高，以及年轻消费群体的崛起，家居装修装饰逐步从重装修向重装饰的转变，根据 CSIL 的统计，我国软体家具消费额由 2010 年的 117 亿美元增长至 2020 年的 188 亿美元，年均复合增长率为 4.9%，2020 年我国软体家具消费规模占据全球的 28%，已成为全球最大的软体家具消费国。

图 27：2010-2021 年中国软体家具市场产值规模及增速



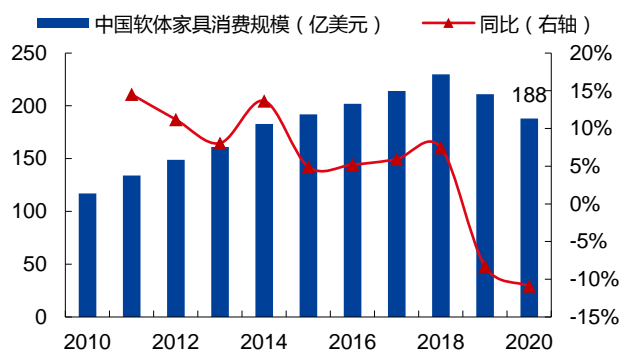
资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，华金证券研究所

图 28：2020 年全球软体家具产值占比



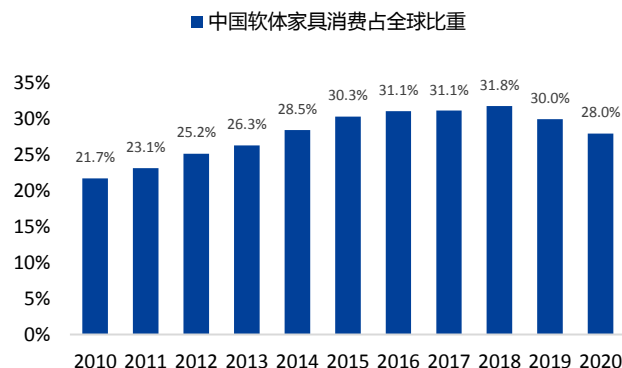
资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，华金证券研究所

图 29：2010-2020 年中国软体家具消费规模



资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，华金证券研究所

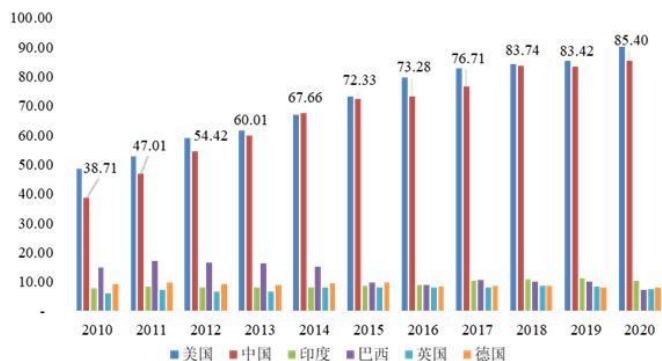
图 30：2020 年我国占全球软体家具消费额的 28%



资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，华金证券研究所

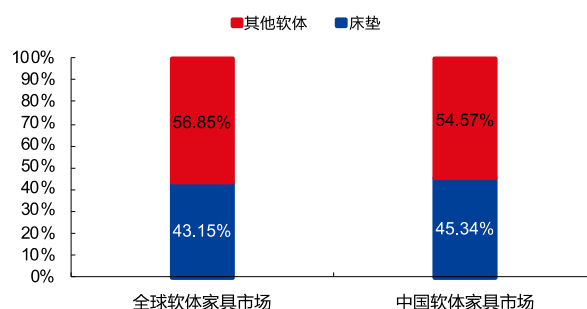
床垫在软体家具消费中占有近半份额，我国为全球床垫行业第二大消费国。根据 CSIL 的统计，2020 年全球主要国家床垫行业消费规模为 290 亿美元，占全球软体家具消费规模的 43.2%，2020 年我国床垫行业消费规模为 85.4 亿美元，是仅次于美国的全球第二大消费国，床垫消费规模占我国软体家具消费总规模的 45.4%。床垫在软体家具消费中具有较大占比。2010-2020 年我国床垫行业消费规模年均复合增速为 6.2%，高于其他国家床垫消费市场，同时高于我国软体家具整体消费规模增速。

图 31：全球主要国家床垫行业消费规模（单位：亿美元）



资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，华金证券研究所

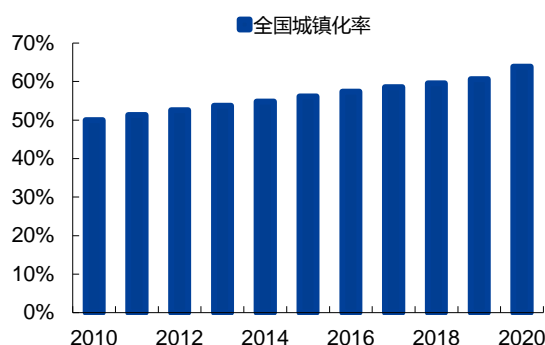
图 32：床垫为软体家具市场的重要品类（2020 年）



资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，华金证券研究所

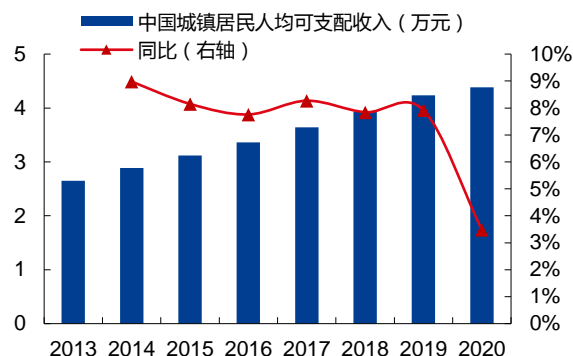
城镇化率和居民可支配收入提升为我国软体家居行业增长提供支撑。家居消费需求与城镇化水平和国民收入水平密切相关。根据国家统计局，我国常住人口城镇化率从 2010 年的 49.95% 增长至 2020 年的 63.89%，中国城镇居民人均可支配收入由 2013 年的 2.6 万元增长至 2020 年的 4.4 万元，未来随着我国城镇化率持续提高，新增城市人口必然带来城市住房需求，伴随居民收入水平的提升，家居消费升级趋势明显，共同促进软体家居行业市场规模的稳步扩大。

图 33：2010-2020 年中国常住人口城镇化率不断提高



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 34：2013-2020 年中国城镇居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

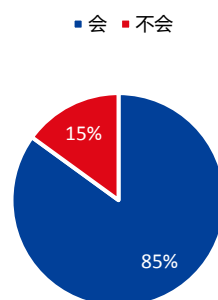
我国超 3 亿人存在睡眠障碍，寝具为消费者购买比重最高的助眠产品。伴随国人生活节奏不断加快，工作压力加大，平均睡眠时间明显缩短，根据梦洁发布的《2021 年中国人睡眠质量报告暨枕头健康白皮书》，2021 年中国人平均睡眠时间为 6.52 小时，相较于 2013 年减少了近 2 个小时。根据梦百合联合第一财经商业数据中心于 2021.4 月共同发布的《国民睡眠健康趋势洞察》，目前我国超过 3 亿人存在睡眠问题，同时 85% 的受访者愿意采取实际行动来改善睡眠质量。而人们购买最多的助眠产品为枕头、床垫类寝具产品，其或被认为是最有效提升睡眠质量的产品，其它助眠产品，如“黑科技”按摩仪、助眠仪、以及养生小物件蒸汽眼罩、蒸汽产品等，均能在不同程度上改善睡眠。综上，我们认为，在城镇化和居民可支配收入提升的大背景下，伴随国民睡眠健康意识的增强，对自身睡眠质量重视程度的提升，床垫将进一步得到普及，床垫消费群体扩大，推动床垫市场规模扩容。

图 35：我国超 3 亿人存在睡眠问题障碍



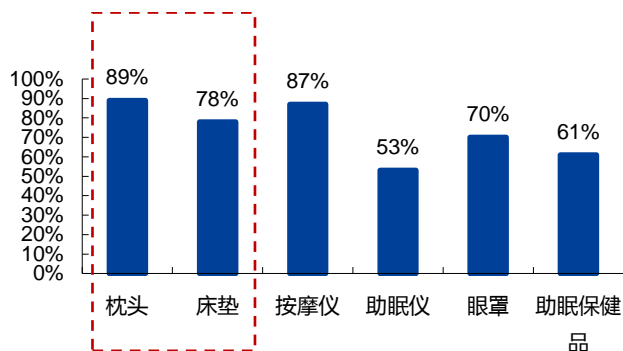
资料来源：Miiy&CBNDData《国民睡眠健康趋势洞察》，华金证券研究所

图 36：85% 的受访者会采取行动改善睡眠质量



资料来源：Miiy&CBNDData《国民睡眠健康趋势洞察》，华金证券研究所（注：N=1862）

图 37：寝具为消费者购买比重最高的助眠产品



资料来源：Mily&CBNData《国民睡眠健康趋势洞察》，华金证券研究所（问题：

请问您购买过哪些助眠产品来提升您的睡眠质量，N=2000）

基于城镇化水平、床垫普及率的提升，以及存量床垫更换周期假设，我们对我国城镇区域床垫行业规模进行测算，预计 2025 年我国城镇区域床垫行业规模将达到 1109 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 12.6%，具体假设如下：

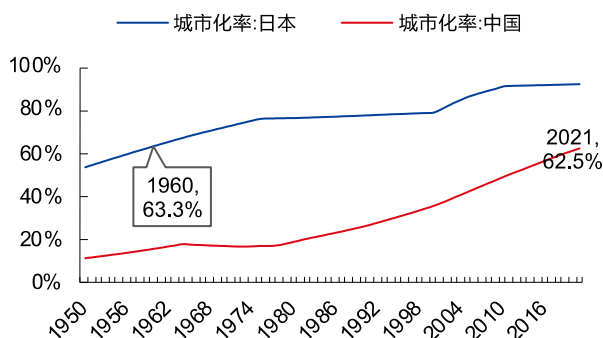
（1）总人口：根据国家统计局，2021 年我国总人口为 14.13 亿人，参考 Population Pyramids 对于我国人口未来四年的增速预计，我们预计我国 2022-2025 年总人口同比增速分别为 0.29%/0.25%/0.22%/0.18%。

（2）城镇化率：根据国家统计局，2021 年我国城镇人口占总人口比重为 64.72%，根据联合国，2021 年我国城市化水平与日本 1960 年的水平基本相当，日本城市化率在 1960-1975 年保持快速增长趋势，同时参考中国城市规划设计院院长王凯在中国城市百人论坛 2022 春季论坛上说明，我国城镇化率有望在 2035 年达到 75%的水平。我们假设 2022-2025 年我国城镇化率每年增加 1%。

（3）城镇家庭每户人数：根据国家统计局对城镇居民家庭平均每户人口的最新统计，2012 年城镇居民家庭的平均每户人口为 2.86 人，同期我国家庭户规模为 3.02 人；根据第七次全国人口普查，2020 年我国家庭户规模为 2.62 人。考虑我国城镇家庭户规模较农村地区更小，以及我国生育率、结婚率不断下降，我们预计 2022-2025 年我国城镇家庭每户人数平稳下降。

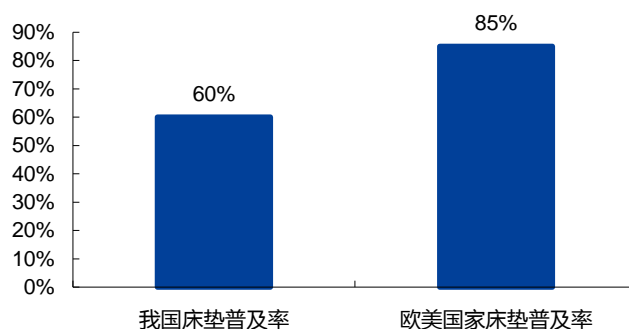
（4）床垫普及率：根据梦百合年报，2020 年我国床垫普及率约 60%，对比欧美床垫普及率均达到 85%以上，我国床垫普及率具备较大的提升空间。我们假设床垫普及率每年增加 2%。

图 38：我国目前城市化水平相当于日本 20 世纪 60 年代



资料来源：Wind，联合国，华金证券研究所

图 39：我国和欧美国家床垫普及率对比

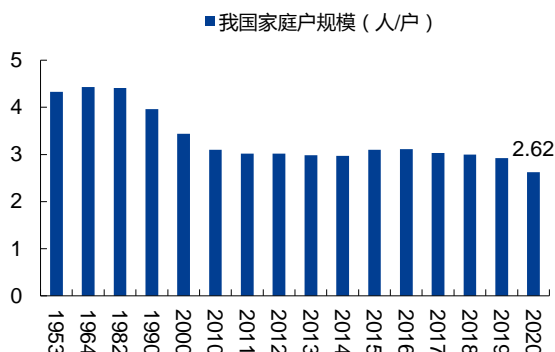


资料来源：梦百合 2020 年年报，华金证券研究所

(5) 每户家庭床垫拥有量：2010-2021 年，我国 30 大中城市商品房成交平均面积为 103-106 平方米/套，综合考虑我国家庭户规模和 30 大中城市商品房成交的平均面积，我们假设每户家庭拥有两张床垫。

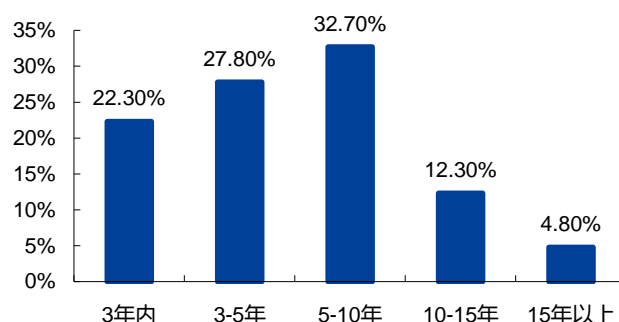
(6) 床垫平均使用年限：根据贝壳联合腾讯家居发布的《2021 床垫新消费趋势报告》，约一半的受访者表示已超过五年未更换床垫，相比发达国家，国人床垫换新观念较为薄弱，我们预计随国人睡眠健康意识增强、疫情使得人们对居家环境更为重视，我国床垫平均更换周期逐步缩短。

图 40：我国家庭户规模不断缩小



资料来源：国家统计局，《中国统计年鉴》，华金证券研究所

图 41：我国接近一半用户正在使用超过 5 年的床垫



资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》，华金证券研究所

(7) 床垫均价：参考公司 2021 年床垫产品平均销售价格为 896 元，预计随居民消费升级、对床垫品牌、功能性、优质材料更为重视，我们假设床垫平均出厂价格每年提升 3%，2020 年考虑疫情影响，床垫价格保持平稳。

表 1：预计 2025 年我国城镇区域床垫行业规模为 1109 亿元

|              | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总人口 (万人)     | 140541 | 141008 | 141212 | 141260 | 141676 | 142034 | 142340 | 142599 |
| 城镇化率         | 61.50% | 62.71% | 63.89% | 64.72% | 65.72% | 66.72% | 67.72% | 68.72% |
| 城镇人口 (万人)    | 86433  | 88426  | 90220  | 91423  | 93110  | 94765  | 96392  | 97994  |
| 城镇家庭规模 (人/户) | 2.62   | 2.57   | 2.52   | 2.47   | 2.42   | 2.37   | 2.32   | 2.27   |
| 城镇家庭户数 (万户)  | 32990  | 34407  | 35802  | 37014  | 38475  | 39985  | 41548  | 43169  |

|               |        |        |        |        |        |        |         |         |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 床垫普及率         | 56%    | 58%    | 60%    | 62%    | 64%    | 66%    | 68%     | 70%     |
| 每户家庭床垫拥有量（张）  | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 2       | 2       |
| 城镇家庭床垫保有量（万张） | 36948  | 39912  | 42962  | 45897  | 49248  | 52780  | 56506   | 60437   |
| 新增床垫需求量（万张）   | 2832   | 2964   | 3050   | 2935   | 3351   | 3532   | 3725    | 3931    |
| 床垫更换周期（年）     | 10     | 10     | 10     | 9      | 9      | 8      | 8       | 8       |
| 存量床垫更新需求（万张）  | 3412   | 3695   | 3991   | 4774   | 5100   | 6156   | 6598    | 7063    |
| 床垫总需求量（万张）    | 6244   | 6659   | 7041   | 7708   | 8451   | 9688   | 10323   | 10994   |
| 床垫平均出厂价（元）    | 818    | 843    | 869    | 896    | 923    | 950    | 979     | 1008    |
| 床垫行业规模（亿元）    | 510.55 | 561.32 | 611.91 | 690.61 | 779.86 | 920.88 | 1010.63 | 1108.64 |
| 同比增速          | 8.65%  | 9.94%  | 9.01%  | 12.86% | 12.92% | 18.08% | 9.75%   | 9.70%   |

资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，Population Pyramids，Wind，梦百合公司公告，喜临门公司公告，华金证券研究所

## 2.2 回溯家电/汽车下乡成果，家具下乡政策有望打开床垫下沉市场

2021 年末我国首次提出“家具下乡”。2021 年 12 月 8 日，国家发改委农村经济司司长吴晓在例行吹风会上表示，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。鉴于我国曾在 2007 年和 2009 年分别推出首轮家电下乡和汽车下乡政策，因此，我们对家电和汽车下乡成果进行回溯，以此来展望家具下乡。

表 2：我国首轮家电下乡和汽车下乡过程梳理

|      | 时间               | 涉及区域  | 政策文件                       | 下乡品类  | 下乡结束时间                             |
|------|------------------|---|----------------------------|---|------------------------------------|
| 家电下乡 | 2007 年 12 月 1 日起 | 山东、河南、四川、青岛三省一市   | 《家电下乡试点工作实施方案》             | 彩电、冰箱（含冰柜）、手机三大类产品，给予产品销售价格 13% 的财政资金直补，补贴资金中央财政负担 80%，省级财政负担 20%，新疆、内蒙古、宁夏、西藏、广西等 5 个少数民族自治区及“5·12”汶川地震 51 个重灾县所需补贴资金由中央财政全额负担。                | 2011 年 11 月 30 日                   |
|      | 2008 年 12 月 1 日起 | 在“三省一市”基础上，新增内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西。共计 14 个省、自治区、直辖市及计划单列市 | 《家电下乡推广工作方案》               | 彩电、冰箱（含冰柜）、洗衣机、手机四大类产品  | 2012 年 11 月 30 日                   |
|      | 2009 年 2 月 1 日起  | 全国  | 《全国推广家电下乡工作》<br>《家电下乡操作细则》 | 彩电、冰箱（含冰柜）、手机、洗衣机；电脑、热水器、空调、微波炉、电磁炉十大类产品  | 2013 年 1 月 31 日                    |
|      | 2010 年 3 月 29 日  | 全国  | 《新增家电下乡补贴品种实施方案》           | 对各地申请的新增家电下乡补贴品种进行了确认，主要集中在抽油烟机、电动自行车、燃气灶等六类产品  | 2013 年 1 月 31 日                    |
| 汽车下乡 | 2009 年 3 月 1 日起  | 全国  | 《汽车行业调整振兴规划》               | 2009 年 1 月 20 日-12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车按 5% 征收车辆购置税；<br>2009 年 3 月 1 日-12 月 31 日，安排 50 亿元资金，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车及购买 1.3 升以下排量微型客车的给予一次性财政补贴。 | “汽车下乡”政策<br>延长至 2010 年 12 月 31 日结束 |
|      | 2009 年 2 月 1 日起  | 全国  | 《汽车摩托车下乡实施方案》的通知           | 摩托车，销售价格每辆 5,000 元及以下的，补贴销售价格的 13%；销售价格每辆 5,000 元以上的，定额补贴 650 元   | 2013 年 1 月 31 日                    |

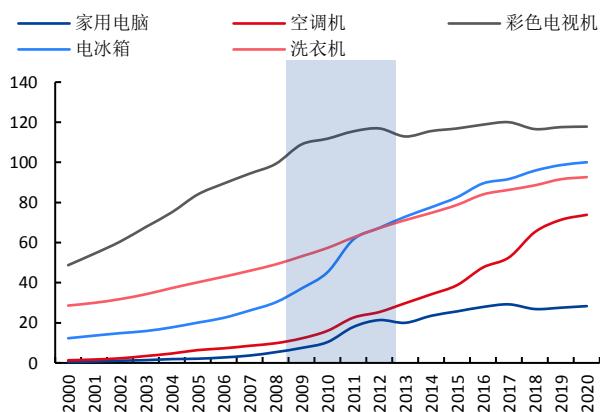
资料来源：商务部，中国政府网，华金证券研究所

“家电下乡”加速农村家庭保有量低的品类渗透率提升，“家具下乡”有望促进床垫产品在农村地区普及。家电下乡方面，2007 年 11 月 23 日，商务部财政部印发《家电下乡试点工作实施方案》，开启我国首轮家电下乡，首批试点区域为山东、河南、四川、青岛三省一市，2008 年 12 月推广范围扩大至我国 14 个省、自治区、直辖市及计划单列市，2009 年 2 月家电下乡在全国展开，本轮家电下乡政策于 2013 年 1 月 31 日全面结束。在“家电下乡”政策的推动之下，我国农村地区的电冰箱、空调、家用电脑普及率加速提升，2007-2012 年，农



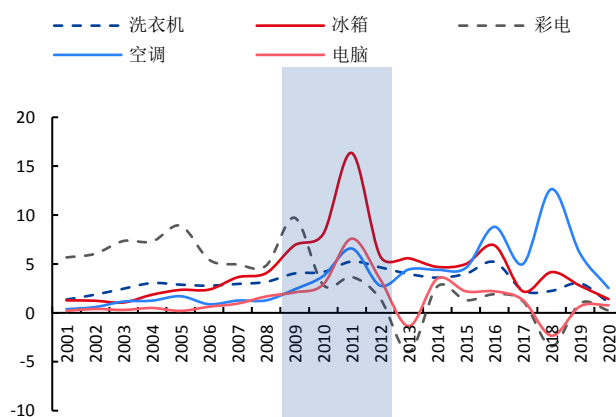
村每百户电冰箱拥有量由 26.12 提升至 67.32、空调拥有量由 8.54 提升至 25.36、电脑拥有量由 3.68 提升至 21.36，但彩色电视机和洗衣机品类受家电下乡政策促进作用较小，判断与政策发布之前的这两个品类普及率已达到较高水平有关，2007 年农村每百户彩色电视机和洗衣机拥有量分别为 94.38、45.94，为在农村地区普及率较高的品类。汽车下乡方面，2009 年《汽车行业调整振兴计划》发布后，我国乘用车销量在 2009-2010 年同比增速分别高达 52.9%、33.3%。综上，我们认为，目前床垫产品在我国农村地区普及率较低，且床垫补贴政策较易制定，可按“张”进行补贴，后续若家具下乡政策细则落地，有望复刻电冰箱、空调、电脑渗透率加速提升过程，利好下沉市场布局领先的家居品牌龙头。

图 42：农村各家电品类每百户拥有量



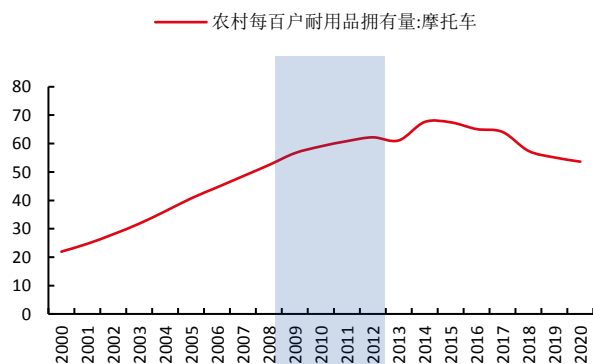
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 43：农村各家电品类每百户拥有量的同比变化



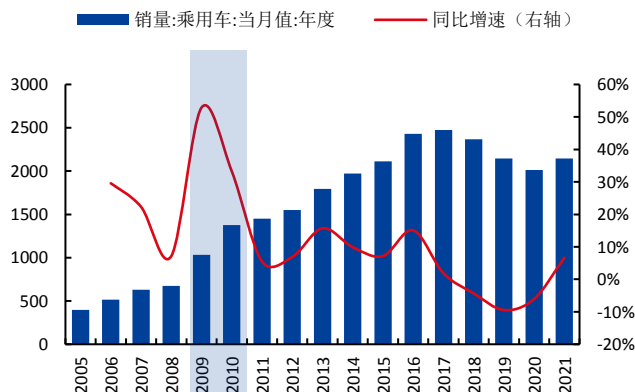
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 44：农村摩托车品类每百户拥有量



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 45：我国乘用车销量及同比增速（单位：万辆）



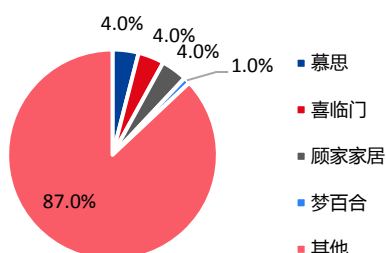
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 2.3 我国床垫行业集中度提升空间大，头部企业竞争优势明显

我国床垫行业市场份额较为分散，集中度具备较大提升空间。如上一章节所述，美国床垫市场发展成熟，前四大品牌合计市场份额曾一度高达 70% 以上，互联网床垫品牌兴起后，龙头市场份额有所下降，但行业集中度仍处于较高水平，根据《2020 年全美床垫制造商排行榜》，全美前 5 大品牌床垫制造商合计占据 51.40% 的市场份额。反观国内市场，床垫行业集中度远低于美国水平，根据前瞻产业研究院，2020 年我国床垫行业竞争格局较为分散，CR3

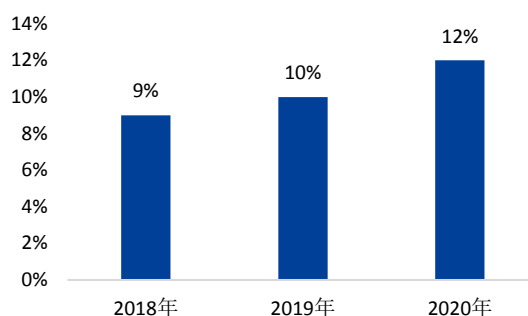
约为 12%。其中喜临门、顾家家居和慕思的市场份额均约为 4%。2018-2020 年我国床垫行业集中度从 9% 提升至 12%，对比美国床垫市场，国内市场集中度具备较大的提升空间。

图 46：2020 年中国床垫行业企业市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

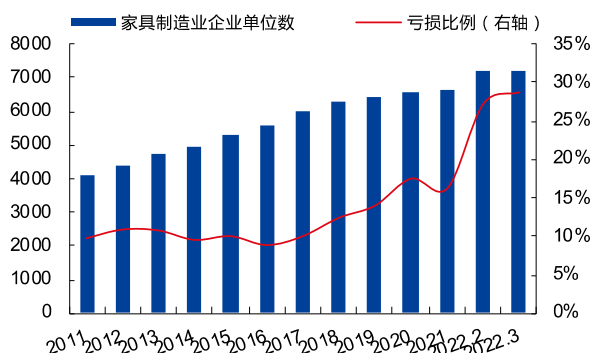
图 47：2018-2020 年中国床垫行业 CR3 集中度变化情况



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

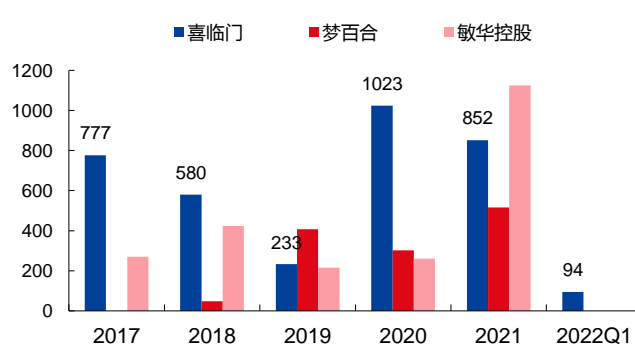
头部企业竞争优势明显，叠加行业供给侧不断出清，我国床垫行业集中度将进一步提升。参考美国床垫市场 1990 年以来的发展，品牌力、产品力以及公司间的强强联合造就了龙头品牌市占率和行业集中度的持续提升。我国床垫市场从需求来源和市场竞争格局方面来看，仍处于成长阶段，尚未成熟。伴随床垫普及率提升及床垫更新周期的缩短，我国床垫市场需求量将实现持续增长，叠加居民消费升级、年轻消费者崛起，床垫产品的品质和功能重要性愈加凸显，床垫产品价格也有望逐步提升。同时由于我国家居销售多数依赖经销商体系，且消费者选购床垫产品偏向于实地、实物、实操的对比考察，因此品牌力、产品力以及渠道力均为我国床垫企业提升市占率的重要抓手，相较于中小品牌，头部企业在品牌营销、产品研发创新和渠道拓展方面更具优势。从外部环境来看，2016 年以来，我国家具制造业亏损比例不断增加，2020 年疫情加速中小企业出清，2022 年 3 月家具制造业企业亏损比例已扩大到 28.7%，线下渠道优质店面资源空出，被抗风险能力更强的头部企业抢占，如喜临门、梦百合、敏华控股在 2020-2021 年疫情影响下依旧实现净拓店。

图 48：家具制造业亏损比例于 2017 年开始持续提升



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 49：喜临门、梦百合、敏华控股门店净增数量（家）



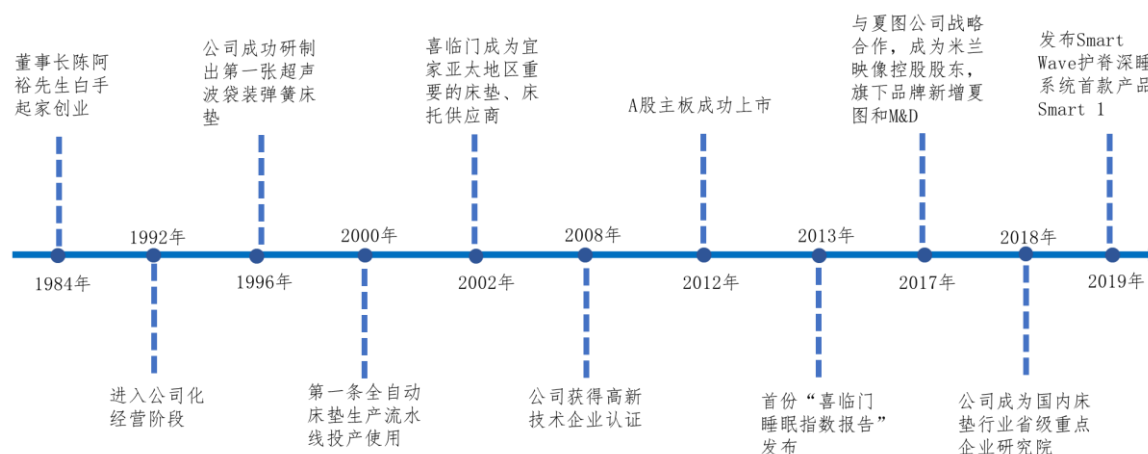
资料来源：Wind，华金证券研究所

### 3、喜临门：以产品为核，渠道为基，套系销售开辟新增长空间

#### 3.1 基本信息：国内床垫领军企业，股权激励高目标彰显发展信心

深耕床垫赛道，中国床垫行业首家上市公司。喜临门成立于 1984 年，专注于设计、研发、生产和销售以床垫为核心产品的高品质客卧家具，拥有超过 38 年的专业床垫生产经验，2012 年成功登陆 A 股主板市场，成为我国床垫行业首家上市公司。目前公司主要产品包括床垫、软床及其配套产品、沙发和木制家具，旗下拥有定位于中高端的“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”等系列、定位于大众市场的“喜眠”及“可尚”系列，2017 年公司与意大利高端沙发品牌夏图公司达成战略合作，获得“Chateaud'Ax”在中国的销售权和“M&D Milano&Design”、“M&D Casaitalia”品牌沙发的全球业务，品牌矩阵纵深度进一步提升。

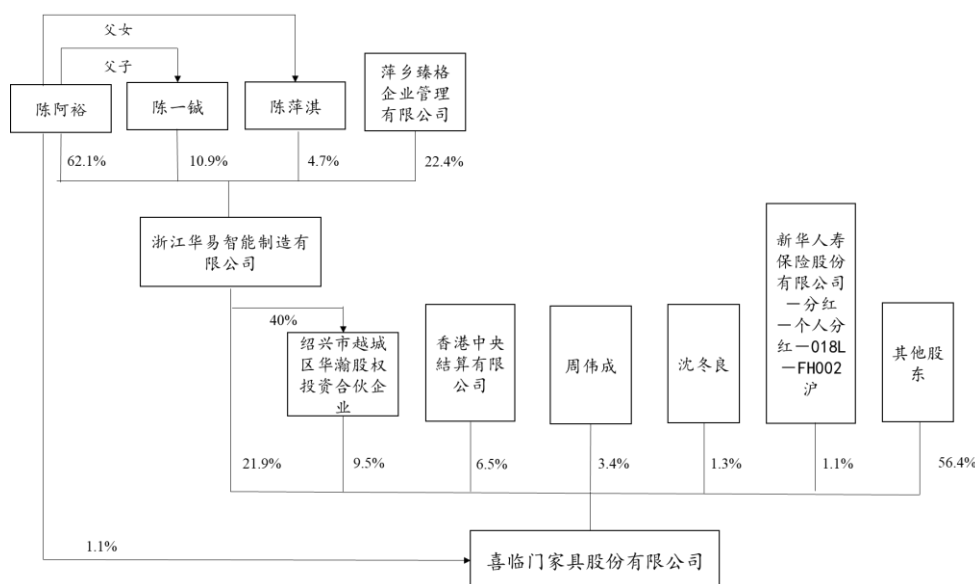
图 50：喜临门发展历程



资料来源：公司官网，华金证券研究所

创始人陈阿裕先生为公司实际控制人。截至 2022 年 1 季度末，浙江华易智能制造有限公司为公司第一大股东，持有 21.9% 股份，华翰投资为公司第二大股东，持有 9.5% 股份。公司创始人陈阿裕先生持有华易智能制造 62.1% 股份，其子陈一铨、其女陈萍淇分别持有华易智能制造 10.9%、4.7% 股份。2020 年 12 月 3 日，华易智能制造与华翰投资签署《一致行动人协议》，华易智能制造、陈阿裕、华翰投资为一致行动人，合计持有上市公司 32.48% 的股份。

图 51：喜临门股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

**2021 年激励计划设置高质量增长目标，彰显公司发展信心。**2021 年 12 月 10 日，公司发布《2021 年股票期权激励计划（草案）》和《2021 年员工持股计划（草案）》，股权激励拟以 31.16 元/股的价格向中层管理人员、核心骨干及董事会认为需要激励的其他人员合计 167 人授予 400 万份股票期权，员工持股计划对象为董监高及核心管理人员共计 42 人，规模不超过 676.66 万股，约占草案公告日公司股本总额的 1.75%。本激励计划的业绩考核目标为：以公司 2021 年的营收、净利润为基础，2022-2024 年营收增长率分别不低于 20%/50%/88%，或者净利润增长率分别不低于 32%/71%/123%。本次员工持股计划包含公司董事长、财务总监在内的核心人员，有助于增强核心管理团队的稳定性和积极性。股权激励计划覆盖中层管理人员、核心技术（业务）骨干，激励覆盖较广，有利于吸引及保留行业优秀人才，充分调动员工积极性。根据激励计划考核目标，预计公司 2022-2024 年营业收入同比增速分别为 20.0%、25.0%、25.3%，净利润同比增速分别为 32.0%、29.5%、30.4%，净利润增速高于营收，高质量增长目标彰显公司发展信心。

表 3：2021 年公司激励计划业绩考核

| 解锁期    | 业绩考核目标   |
|--------|--|
| 第一个行权期 | 公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年的营业收入为基数，2022 年的营业收入增长率不低于 20%；<br>2、以 2021 年的净利润为基数，2022 年的净利润增长率不低于 32%。  |
| 第二个行权期 | 公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年的营业收入为基数，2023 年的营业收入增长率不低于 50%；<br>2、以 2021 年的净利润为基数，2023 年的净利润增长率不低于 71%。  |
| 第三个行权期 | 公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年的营业收入为基数，2024 年的营业收入增长率不低于 88%；<br>2、以 2021 年的净利润为基数，2024 年的净利润增长率不低于 123%。 |

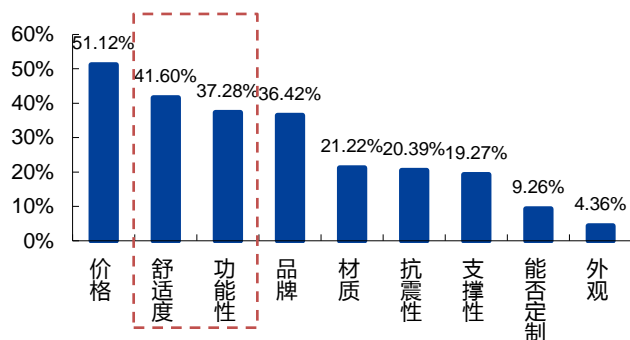
资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 3.2 产品端：深耕床垫细分赛道，丰富卧室客厅产品系列

### 3.2.1 国潮床垫品牌领军者，研发夯实产品根基

公司坚持睡眠研究，围绕“护脊”核心功能研发床垫产品。床垫产品标准化程度较高，因此产品本身的功能性和舒适度为消费者所看重，根据《2022 国产中高端床垫消费者满意度调查报告》，床垫的价格、舒适度、功能性和品牌是消费者购买床垫时考虑的主要因素，根据《国民睡眠健康趋势洞察》，六成以上的受访者认为“寝具不舒适”和“噪音”是影响睡眠质量的关键环境因素。喜临门自 2013 年起，连续十年发布《喜临门睡眠指数报告》，构建以中国人睡眠状况为研究对象的专业指标体系，坚持国人睡眠研究和消费者洞察。公司床垫产品以“保护脊椎”为核心功能诉求，不断深化“保护脊椎”和“深度好睡眠”的品牌定位，根据人体工程学，针对头、肩、背、腰、臀、大腿、小腿不同部位分区提供不同支撑力，结合先进的材料学理念，满足床垫对脊椎各部位的支撑，科学贴合人体曲线。喜临门护脊床垫产品荣获香港脊医协会认证，“护脊之星”等荣誉。

图 52：购买床垫时消费者考虑的主要因素



资料来源：《2022 国产中高端床垫消费者满意度调查报告》，华金证券研究所  
(注：百分比指多少受访消费者在购买床垫时会考虑该因素)

图 54：喜临门三重护脊技术



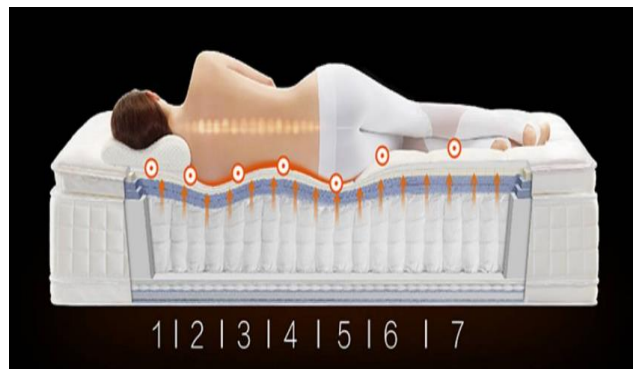
资料来源：喜临门天猫旗舰店，华金证券研究所

图 53：影响睡眠质量的主要身体疾病



资料来源：Miliy&CBNData《国民睡眠健康趋势洞察》，华金证券研究所

图 55：公司床垫产品采用七区分段设计，分压承托

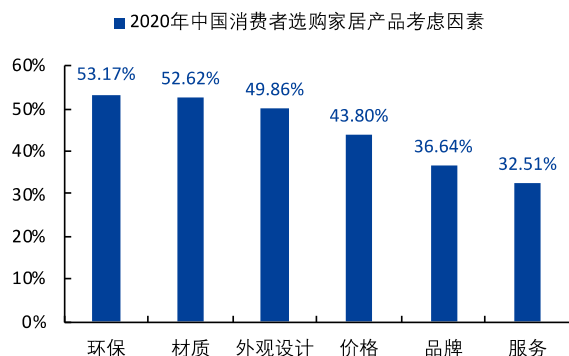


资料来源：喜临门官网，华金证券研究所



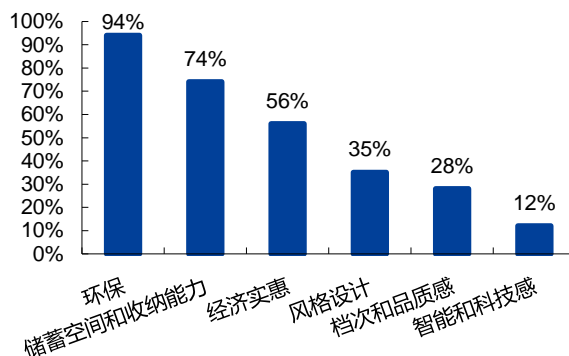
满足消费者对环保家居追求，开发抗菌防螨系统。根据艾媒咨询发布的《2020-2021 年中国家居行业大数据及标杆企业研究报告》，消费者在选购家居产品时，主要考虑“环保”、“材质”及“外观设计”因素，其占比分别为 53.17%、52.62%和 49.86%，根据《2020 国民家居环保报告》，94%的消费者重视家居的环保性，环保、健康的家居消费理念逐渐深入人心。在此消费者洞察基础上，喜临门产品以“抗菌、防螨、除甲醛”为健康护航，2019 年公司联合美国杜邦抗菌技术和瑞士山宁泰的防螨技术成功开发喜临门 Deepro 抗菌防螨系统，是全球唯一同时拥有这两项技术的床垫品牌，前者能够有效释放活性银离子抑制细菌等其它过敏源生长，后者能够不使用任何化学涂层有效防止螨虫，经国际抗菌委员会测试，面料在亲肤的同时抗菌率能够达到 99%。喜临门 Deepro 抗菌防螨系统具备 4 大亮点，即液化有机 Ag<sup>+</sup>离子、靶向除菌、环保型异味有效控制、360 度防螨保护，该技术已通过日本 SEK、美国环保局、欧盟 OEKO-TEX Standard100 的安全认证。公司已将其应用到全新的净眠系列产品中，产品在保护脊椎的基础上，为用户提供一整套抗菌防螨的解决方案，满足用户对安全极致睡眠环境的要求。

图 56：健康安全、绿色环保类家居用品将成为新的消费潮流



资料来源：《艾媒咨询 | 2020-2021 年中国家居行业大数据及标杆企业研究报告》，华金证券研究所（注：N=363）

图 57：环保是大众最重视的家居需求



资料来源：老爸评测&清华大学环境学院《2020 国民家居环保报告》，华金证券研究所（注：N=67624 中国家庭）

图 58：喜临门 Deepro 抗菌防螨技术 4 大亮点



资料来源：喜临门 2020 年新品发布会，华金证券研究所

图 59：喜临门双核抗菌防螨技术



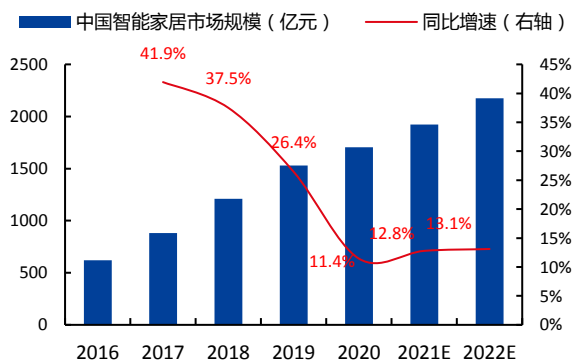
资料来源：公司官网，华金证券研究所

布局“智能深睡”提供睡眠整体解决方案。在 5G、物联网以及互联网家装市场的快速发展等多重因素的作用下，中国智能家居市场展现蓬勃发展态势。2020 年，公司历经 9 年研发，推出 Smart 1 智能床垫，官网定价 36999 元，其拥有 768 个空气弹簧、睡姿智能适应和汇聚 2.6 万人的 AI 睡眠数据三大核心技术。Smart 1 智能床垫是全球第一款点状弹簧智能床垫，区别于其他品牌采用的条状弹簧技术，点状弹簧能实现更精准的支撑，真正做到越睡越舒服，根据中标



院人体工效学实验数据显示,相较于普通床垫,Smart 1 能有效减少夜间翻身次数 50%,平均提升深睡时间 17 分钟。Smart1 还在 C 端与华为智能生活平台对接,B 端与涂鸦智能和华住合作,将共同孵化智能睡眠市场。智能睡眠是系统+产品+服务的结合体,更考验品牌的研发和技术实力,印证公司在床垫品类方面的领先研发能力。

图 60: 中国智能家居市场规模持续扩大



资料来源:《艾媒咨询 | 2020-2021 年中国家居行业大数据及标杆企业研究报告》, 华金证券研究所

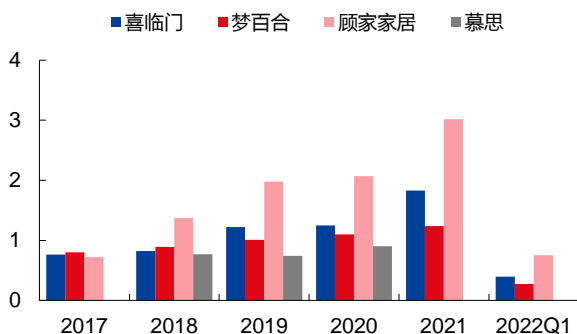
图 61: 喜临门智能床垫 Smart 1



资料来源: 喜临门 2020 年新品发布会, 华金证券研究所

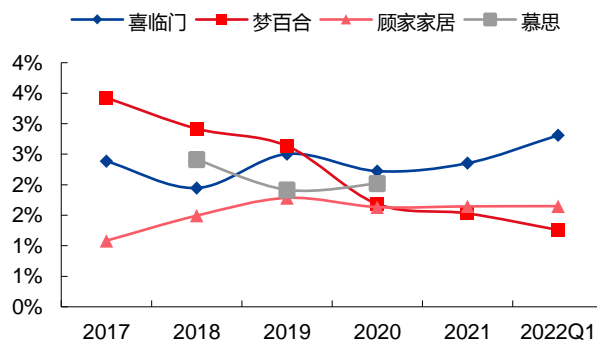
喜临门研发投入规模逐年上升,研发费用率行业领先。喜临门作为“国家火炬计划重点高新技术企业”、“浙江省高新技术企业”,是国家《软体家具弹簧软床垫》的主要起草单位,制定各项标准近 30 项,包含 10 项国家标准和 1 项国际标准。公司研发费用逐年提升,从 2017 年的 0.76 亿元增长至 2021 年的 1.83 亿元,复合增长率为 24.6%,研发费用率处于行业领先水平,2021 年、22Q1 分别为 2.35%、2.81%。研发投入的提高加快了公司科技成果转化能力,根据喜临门官网,截至今年 2 月 15 日,公司获得有效专利 812 项,其中国际专利 20 项,国内发明专利 51 项,实用新型专利 296 项。公司研发人员队伍逐年壮大,截至 2021 年末,研发人员数量达到 786 人,占公司全体员工比重为 7.8%。

图 62: 软体家居企业历年研发费用规模 (单位: 亿元)



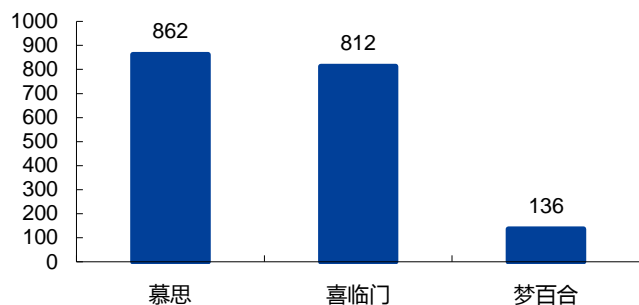
资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

图 63: 公司研发费用率领先于同行业水平



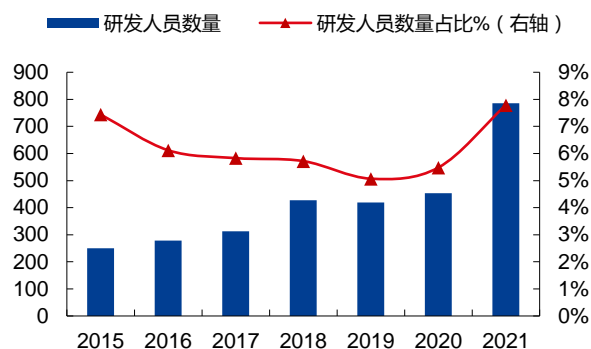
资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

图 64：喜临门、慕思、梦百合专利数量



资料来源：Wind，华金证券研究所，（注：慕思截至 21 年 9 月 3 日，梦百合截至 21 年末，喜临门截至今年 2 月 15 日）

图 65：喜临门研发人员数量及占比



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

床垫产品性价比同样为消费者主要考量因素，公司产品价格带覆盖面广。根据贝壳联合腾讯家居发布的《2021 床垫新消费趋势报告》，对于 80-00 后新生代人群，床垫预算以 3000-8000 元为主，5000 元以下占比接近 60%。这表明对于床垫消费者来说，性价比同样为重要考量因素。公司喜临门品牌拥有丰富的全价格带产品系列，通过五大床垫系列实现对中高端和大众市场的全覆盖，中高端市场主要包含爱尔娜、净眠、法诗曼、布拉诺系列，价格带在 5000 元-8 万元。针对大众市场，公司于 2019 年推出喜眠系列，价格在 5000 元以下，公司不断加大其在下沉市场的布局，2021 年喜眠系列门店净增加 262 家至 1062 家。

表 4：公司卧室产品矩阵

| 产品系列名                   | Logo                  | 示意图   | 产品特征   | 消费者定位        |
|-------------------------|-----------------------|---|--|--------------|
| <b>中高端市场（5000元-8万元）</b> |                       |   |  |              |
| 爱尔娜                     | ERNA<br>爱尔娜           |    | 轻奢风格，设计以西方古典雕塑美学为文化背景和源泉                                       | 中高端群体        |
| 净眠                      | JOANMON净眠             |    | 该产品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                          | 2.5亿新中产阶级人群  |
| 法诗曼                     | fsm<br>法诗曼            |    | 聚焦新婚刚需，解决中小户型需求，满足一站式购物需求                                      | 一、二、三线年轻消费群体 |
| 布拉诺                     | B<br>BLU BRAND<br>布拉诺 |    | 倡导环保，颜值、舒适，品质的生活理念，采用大象纹、狐裘皮等仿生科技布艺，打造亲皮、舒适的产品，专为青睐布艺的年轻消费群体设计 | 年轻群体         |
| <b>大众市场（5000元以下）</b>    |                       |   |  |              |
| 喜眠                      | 喜眠                    |   | 产品涵盖卧室空间，并延展至全屋空间，打造功能化、一体化的卧室空间布局，贴合低线城市的市场需求                 | 下沉市场         |
| 喜临门电商品牌                 |                       |  | 线上线下产品质量没有太大差异，主要是原材料和产品结构的不同                                  | 年轻人，以租房需求为主  |

资料来源：公司公告，红星美凯龙，喜临门天猫旗舰店，公司官网，华金证券研究所

### 3.2.2 产品延展至客卧空间，套系化销售效果显著

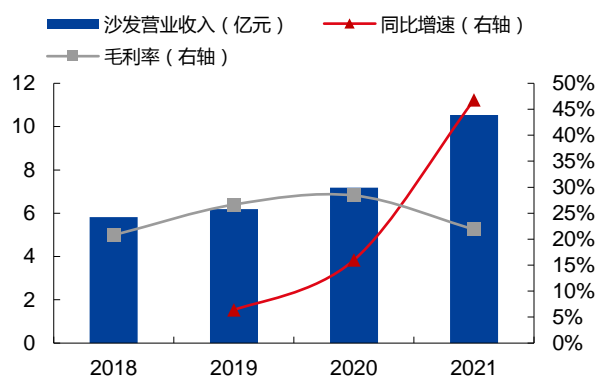
发力沙发业务，布局客厅空间强化套系化销售。公司产品从床垫拓展至软床、床头柜、枕头、床品等卧室产品，形成卧室套系化销售，21 年终端客单价从 1.2 万提升至 1.4 万元。在卧室产品具备优势基础上，公司同时布局沙发业务，2016 年创立可尚系列沙发，可尚沙发在 21 年营收实现翻倍，达到 2 亿元，其门店也实现爆发式增长，从 20 年不到 200 家门店，到 21 年接近 400 家的门店。2017 年，公司完善沙发产品布局，收购嘉兴米兰映像 51% 的股权，旗下拥有高端沙发品牌 M&D Milano&design 全皮产品和 Casaitalia 半皮产品，以及夏图集团 Chateaud'Ax 高端产品在中国境内的独家代理销售权。公司沙发业务营收逐年增长，从 2018 年的 5.82 亿元增长至 2021 年的 10.54 亿元，CAGR 为 21.9%。根据公司 2022 年经营计划，公司将继续丰富多元化布局产品矩阵，形成成套产品的开发思路 and 方案，打开终端卧室和客厅的套系化销售空间，套系化价格有望在未来 2-3 年内提升至 2-3 万元。

表 5：喜临门沙发产品矩阵

| 产品系列名             | Logo                | 示意图   | 产品特征   | 价格带     |
|-------------------|---------------------|---|--|---------|
| <b>高端市场</b>       |                     |   |  |         |
| Chateau d'Ax      | Chateau d'Ax MILANO |  | 该系列是创立于 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 | 2-10 万元 |
| M&D Milano&Design | M&D Milano&Design   |  | 该产品包括全头层皮沙发、皮床及意大利原创进口客餐厅家具。产品拥有上乘的品质、高雅经典的原创款式    | 2-10 万元 |
| <b>中高端市场</b>      |                     |   |  |         |
| M&D CASA          | M&D CASA            |  | 该产品拥有高性价比，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，满足更广泛客户需求     | 2-3 万元  |
| 可尚                | COSEEN 可尚沙发         |  | 该产品以意式风格为主体，兼顾市场流行元素，紧扣“时尚舒适”主题                    | 1-2 万元  |

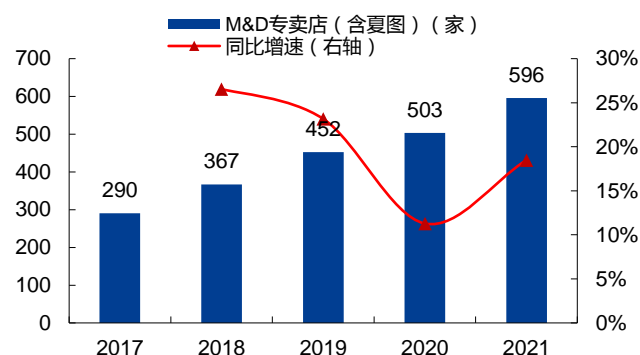
资料来源：公司公告，红星美凯龙，喜临门天猫旗舰店，公司官网，华金证券研究所

图 66：公司沙发业务营收稳步增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 67：2017-2021 年 M&D 专卖店（含夏图）门店数量及增速

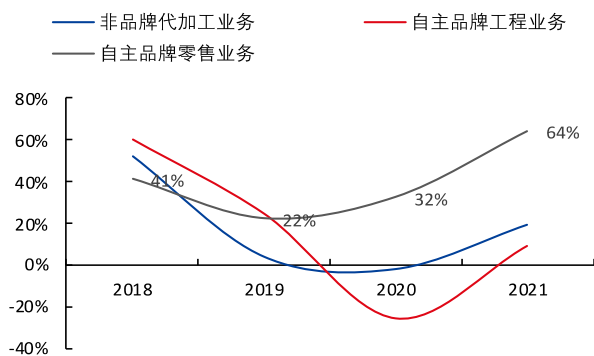


资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 3.3 渠道端：零售业务线上线下共同发力，酒店床具业务高增

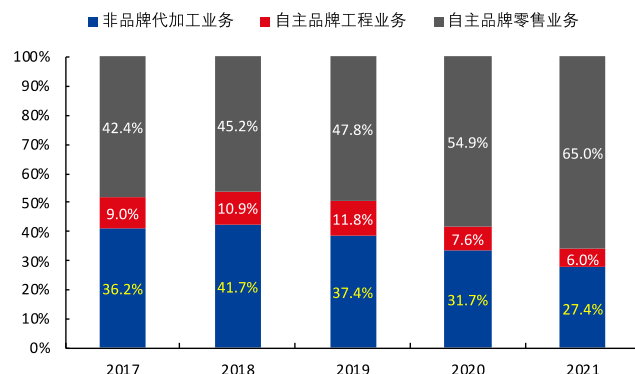
公司业务类型分为零售和大宗，大宗业务包括自主品牌工程和 OEM 代工两项。随公司品牌力、产品力不断增强，自主品牌零售业务持续高速增长，2021 年营收同比增长 63.9%，收入占比提升至 65.0%。公司自主品牌零售业务渠道包括线下专卖店和线上电商平台，同时公司提前布局商超、家电、家装等新渠道，简化交易场景，发掘新增量，逐步构建一个以线下专卖店和线上平台为核心，分销店、商超家电店为补充的“1+N”全渠道销售网络。2021 年，自主品牌工程业务、非品牌代加工业务营收同比分别增长 9.4%、19.3%，营收占比为 6.0%、27.4%。

图 68：喜临门各渠道营收同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 69：喜临门收入结构——分渠道

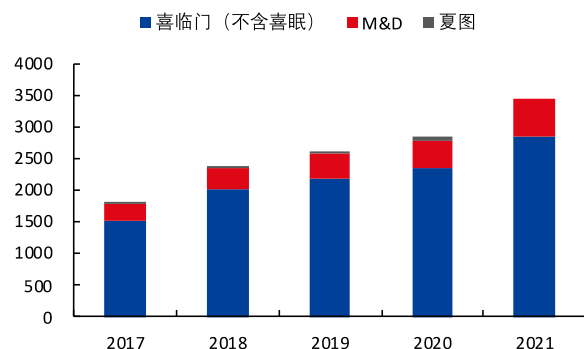


资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 3.3.1 零售线下渠道高质量拓展，22 年预计新开千家门店

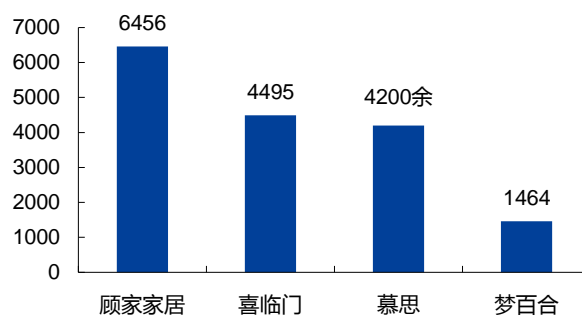
**2021 年线下开店提速，门店数量居床垫行业前列。**公司以专卖店形式进行自主品牌线下渠道拓展，已形成以各大直辖市、省会城市为中心，辐射各地级城市和经济发达的县级城市营销网络体系。门店数量方面，截至 21 年末，公司门店合计为 4495 家，其中喜临门各系列、喜眠系列、M&D 专卖店（含夏图）分别为 2837、1062、596 家，公司在 2021 年圆满完成千店拓展计划，新开门店 1109 家，净增门店 852 家，其中喜临门（不含喜眠）系列门店净增加 497 家，较上年明显提速。我们预计 21 年公司经销商平均净利率为 10% 左右，并且在近几年有提升趋势，渠道盈利能力的不断增强有助于吸引优秀经销商加入，根据公司 2022 年经营计划，公司计划在传统建材市场渠道继续新增千家门店，且大力拓展可尚沙发和喜眠两大系列。门店位置方面，公司与红星美凯龙、居然之家、月星等大型连锁家具卖场均保持长期战略合作关系，有助于公司获取在大型家具卖场的优质位置，增强曝光量，目前公司 90% 以上门店均处于 A 类位置。

图 70：公司门店数量快速增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：2021 年 M&D 包含夏图门店）

图 71：2021 年末同业门店数量对比情况



资料来源：Wind，华金证券研究所（注：慕思门店数量截至 21Q2）



图 72：红星美凯龙助攻喜临门抢跑 2022 五一国潮



资料来源：新浪家居，华金证券研究所

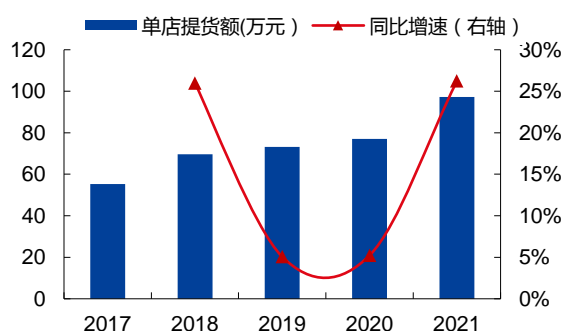
图 73：喜临门在红星美凯龙门店位置



资料来源：红星美凯龙微信公众号，华金证券研究所

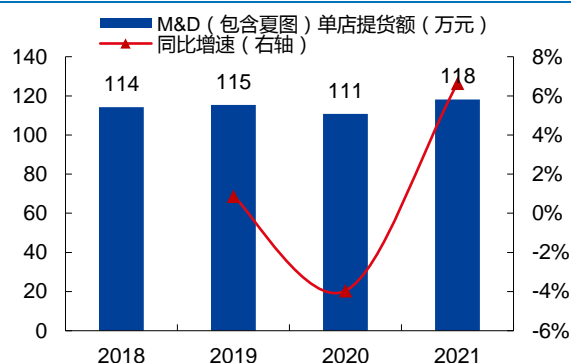
公司经销渠道平均单店提货额呈上升趋势。公司大力引入优质加盟商，对加盟商赋能的同时，设立淘汰和奖励机制，以年度提货额将加盟商分为 A\*、A、B、C、D 的 5 个级别，C、D 类归为观察名单，若 2-3 年时间业绩没有明显改善，将重新招商，保证线下门店的高效拓展。我们测算，公司经销渠道平均单店提货额从 2017 年的 55 万元增长至 2021 年的 97 万元，年复合增长率为 15.2%，其中 M&D（含夏图）品牌的单店提货额保持在 110 万元/年以上。公司线下业务受益于外延拓店和单店提货额的提升，实现高速增长，2017-2021 年公司经销渠道收入稳步增长，从 9.99 亿元增长至 39.56 亿元，年复合增长率为 41.1%，毛利率维持在 43% 以上。

图 74：喜临门平均单店提货额及同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：估算单店提货额=公司经销门店营收/期初期末门店平均值，数据含公司全部门店）

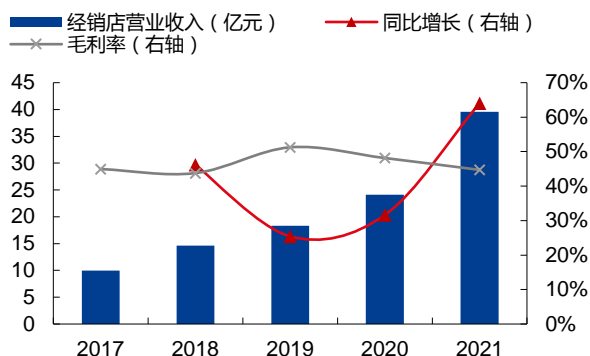
图 75：M&D（包含夏图）平均单店提货额及同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：估算单店提货额=M&D 和夏图营收/期初期末门店平均值，数据含 M&D 和夏图门店）



图 76：公司线下经销渠道营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 77：喜临门对加盟商的营销支持体系

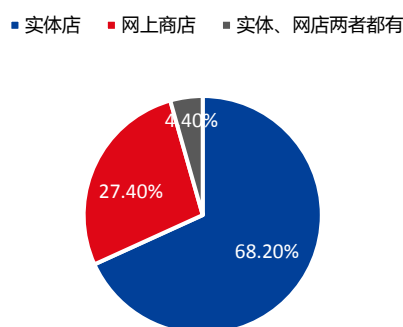


资料来源：公司官网，华金证券研究所

### 3.3.2 线上差异化产品布局，稳居主流平台床垫销量榜首

线上线下产品差异化布局，线上平台以年轻消费者为目标群体。根据贝壳联合腾讯家居发布的《2021 床垫新消费趋势报告》，约 27.4% 的受访者选择从电商平台购买床垫。随着我国家装消费群体的年轻化，结合美国互联网床垫品牌的兴起经验，线上渠道的布局对于床垫企业不容忽视。公司线上热销产品价格带主要在 1000-4000 元区间，更符合年轻群体的消费能力。线下产品主要以中产阶级为主（新房装修以及新婚人群），其产品价格带主要在 8000-10000 元左右。公司在天猫、京东传统电商平台具备优势基础上，积极布局抖音直播、小红书、B 站等渠道，2021 年已在抖音上搭建 10 余个直播间，并通过众多头部 KOL（Key Opinion Leader）、KOC（Key Opinion Consumer）的深度种草、背书，构筑全新的品牌公域流量内容生态。

图 78：床垫消费渠道调查



资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》，华金证券研究所

图 79：公司部分直播活动



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 6：喜临门天猫平台布局领先

| 公司名称                     | 喜临门     | 梦百合     | 顾家家居     | 慕思     |
|--------------------------|---------|---------|----------|--------|
| 主账号粉丝数                   | 34.2万+  | 8.6万+   | 82万+     | 75.2万  |
| 获赞量                      | 1.2万+   | 76.1万+  | 202.2万+  | 445.5万 |
| 作品数量                     | 735     | 418     | 436      | 384    |
| 抖音                       |         |         |          |        |
| 直播数（2021.6.30-2022.5.19） | 265     | 377     | 346      | 105    |
| 微博                       |         |         |          |        |
| 主账号粉丝数                   | 35.3万+  | 32.9万+  | 148.5万+  | 43.1万+ |
| 转评赞数量                    | 294.4万+ | 114.3万+ | 1019.6万+ | 98.7万+ |
| 微博数量                     | 2788    | 7253    | 9669     | 8499   |
| 话题讨论数                    | 91.9万   | 120万    | 24.8万    | 67.4万  |
| 小红书                      |         |         |          |        |
| 主账号粉丝数                   | 1.2万+   | 1.9万+   | 2.9万+    | 2.5万   |
| 获赞与收藏量                   | 4.2万    | 8.7万    | 10.5万    | 5.8万   |
| 笔记数量                     | 87      | 393     | 278      | 335    |
| 天猫                       |         |         |          |        |
| 主旗舰店粉丝数                  | 296万+   | 19.4万+  | 372万+    | 163万+  |
| 京东                       |         |         |          |        |
| 主账号关注数                   | 143.1万+ | 1.5万+   | 919.5万+  | 371万+  |

资料来源：抖音，微博，小红书，天猫，京东，华金证券研究所（注：统计时间为2022.5.20）

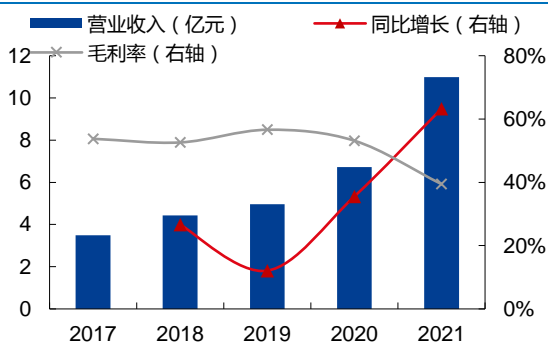
表 7：喜临门天猫平台热销产品

| 产品名称                                 | 价格          | 月销量   |
|--------------------------------------|-------------|-------|
| 弹簧乳胶垫椰棕软硬两用床垫 4D Pro 舒睡版             | 3599 元      | 2000+ |
| 椰棕床垫硬垫护脊儿童床垫乳胶席梦思 伊菲                 | 1449-2249 元 | 2000+ |
| 天然乳胶弹簧席梦思家用软垫黄麻垫抗菌防螨床垫白骑士 1.8m       | 3339-3999 元 | 1000+ |
| 乳胶床垫软垫家用席梦思椰棕独立弹簧床垫塔利亚               | 2499-2799 元 | 1000+ |
| 椰棕床垫硬棕家用硬垫护脊席梦思弹簧床垫 1.8 米经济型蒂斯       | 2299-2799 元 | 700+  |
| 弹簧家用软垫椰棕软硬两用乳胶床垫 4D 磁悬浮 2S           | 2999-3899 元 | 700+  |
| 天然椰棕硬垫偏硬护脊儿童床垫 1.8 米防螨经济型 6cm 薄垫 Z2S | 1599-2099 元 | 600+  |
| 黄麻儿童家用抗菌防螨硬护脊床垫 诺蓝                   | 2399 元      | 400+  |

资料来源：喜临门天猫旗舰店，华金证券研究所

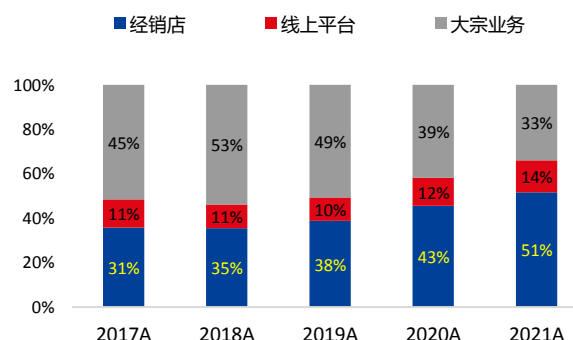
公司线上收入占比稳步提升，稳居主流电商平台床垫销量榜首。公司线上渠道销售额从 2017 年的 3.5 亿元增长至 2021 年的 11.0 亿元，复合增长率为 33.1%，2021 年线上渠道收入占比为 14.1%，截至 2021 年，公司已经连续 9 年位居天猫、京东、苏宁等平台床垫类销量榜首，并于 21 年获得电动/智能床垫、乳胶床垫、弹簧床垫等细分领域第一名。

图 80：公司 2017-2021 年线上渠道营收及同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 81：公司线上渠道占比逐步提升



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 8：喜临门双 11/618 床垫销售排名

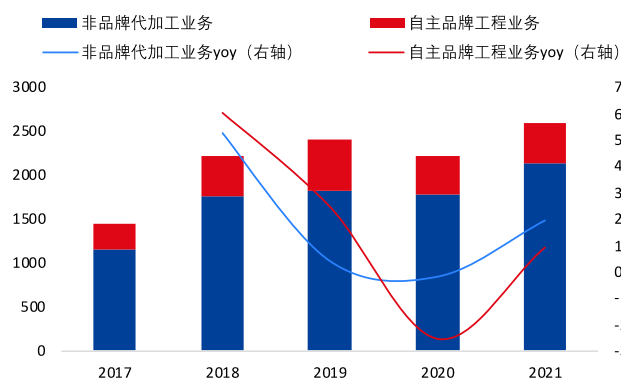
| 年份         | 排名成绩               | 总销售额                    |
|------------|--------------------|-------------------------|
| 2021 年双十一  | 天猫、京东、苏宁床垫类目销量第一   | 天猫旗舰店开售 1 小时，全店销售额破 2 亿 |
| 2021 年 618 | 天猫卧室家具&京东床垫类目总销量第一 | 全网销售额 3.62 亿元/+145%     |
| 2020 年双十一  | 天猫卧室家具&京东床垫类目总销量第一 | 全网销售额 7.2 亿元            |
| 2019 年双十一  | 天猫卧室家具&京东床垫类目总销量第一 | 全网销售额 4.5 亿元            |
| 2018 年双十一  | 天猫卧室家具&京东床垫类目总销量第一 | 全网销售额 3 亿元              |
| 2017 年双十一  | 天猫卧室家具&京东床垫类目总销量第一 | 全网销售额 2.1 亿元            |

资料来源：天猫，公司公告，华金证券研究所

### 3.3.3 携手 OTA 平台开拓酒店床具业务，代工业务表现稳健

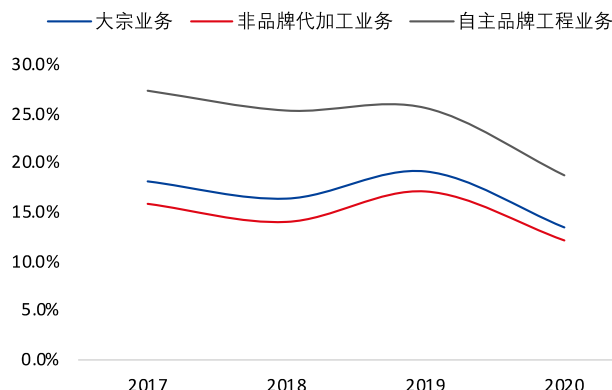
公司大宗业务收入由 2017 年的 14.39 亿元增长至 2021 年的 25.98 亿元，复合增长率为 15.9%，其中非品牌代加工业务和自主品牌工程业务收入年均复合增速分别为 16.6%、13.2%。公司两项大宗业务营收增长表现较为稳健。2017-2019 年公司大宗业务毛利率处于 16%-19% 区间，2020 年受疫情影响同比有所下滑，但 2021 年在剔除会计准则调整的可比口径下已实现同比回升。

图 82：公司大宗业务营收及拆分（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

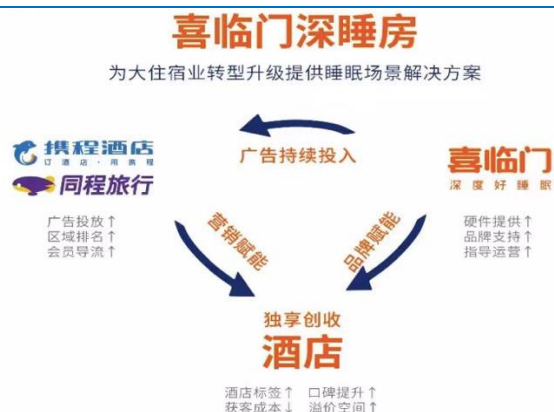
图 83：公司大宗业务毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

**自主品牌工程：创新酒店合作模式拓展床垫业务，木质家具业务预计继续收缩。**公司自主品牌工程业务主要与酒店、游轮、军队、学校合作，为其提供床垫、床、其他相关配套产品以及木质家具制造安装工程服务。2021 年，自主品牌工程业务中，软体家居和木质家具分别实现营收约 2.5、2.2 亿元，同比增长约 99%、下降 28%，酒店床具业务收入高速增长，由于公司战略聚焦软体家居业务，预计木质家具业务将继续收缩。作为中国知名的寝具供应商，喜临门相继进驻人民大会堂、钓鱼台国宾馆、国家大剧院等国字号单位，与希尔顿、万豪、雷迪、喜来登等 500 余星级酒店品牌建立合作伙伴关系。2021 年 7 月公司联动携程、同程 OTA 平台启动“喜临门深睡房”项目，赋能现有酒店升级改造，升级用户住店睡眠体验，实现了从床具产品供应商到睡眠服务运营商身份的转变。深睡房项目上线仅 6 个月，截至 2022 年初，已签约酒店逾 500 家，拓展速度较快。我们认为酒店作为家庭以外，消费者最重要的睡眠场景，商旅、出游用户的良好睡眠体验能够反哺公司自有品牌零售业务的增长。

图 84：喜临门深睡房



资料来源：喜临门微信公众号，华金证券研究所

图 85：喜临门与携程战略合作



资料来源：公司公告，华金证券研究所

**非品牌代加工：**合作国内外知名家居企业，**OEM 业务发展稳健。**公司是亚洲最大床具制造基地，在全球拥有绍兴、袍江、香河、成都、佛山、兰考、嘉兴及越南、泰国等九大生产基地，总面积超过 500 万平方米，核心产品床垫生产能力达 700 万张/年。除自有品牌外，公司同时为国内外知名家居企业提供代工服务，自 2002 年开始与宜家合作至今，公司是宜家亚太地区的指定床具产品战略供应商。2008 年，喜临门与日本最大的家居连锁品牌宜得利达成战略合作，供应日本市场以床垫为主的软体产品。公司 OEM 业务同时为欧派家居、索菲亚等国内知名家具销售商提供床垫、床、沙发等产品的代加工服务。2021 年公司 OEM 业务实现营收 21.3 亿元，同比增长 19.3%。

图 86：喜临门全球九大生产基地布局



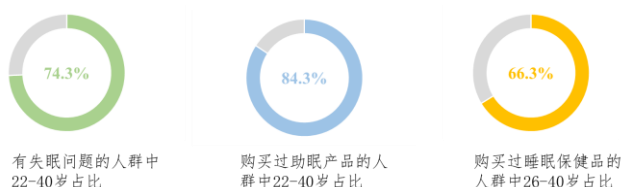
资料来源：喜临门微信公众号，华金证券研究所



### 3.4 营销端：品牌年轻化焕新，引领国潮新风尚

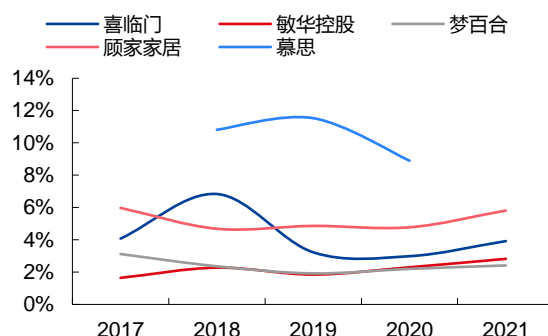
年轻人群睡眠问题较为严重，公司加大品牌年轻化焕新力度。根据艾媒咨询《2022 年中国睡眠经济发展趋势分析》，有失眠问题和购买过助眠产品的人群中，22-40 岁的青年人群占比分别为 74.3%、84.3%，购买过睡眠保健品的人群中，26-40 岁的人群占比为 66.3%，年轻人群已经成为了睡眠经济的“主力军”。公司自 2020 年开始积极推进品牌转型升级，全面拥抱年轻圈层，2021 年官宣新生代知名演员杨洋作为品牌代言人，微博话题#杨洋喜临门品牌代言人#阅读次数累计达 6 亿，讨论次数累计达 184 万。此外，公司相继赞助《天天向上》、《奔跑吧兄弟》、《向往的生活》等 8 档受年轻人喜爱的顶级综艺节目，助推品牌“出圈”。

图 87：2021 年睡眠经济消费主体年轻化程度



资料来源：艾媒咨询《2022 年中国睡眠经济发展趋势分析》，华金证券研究所

图 88：2017-2021 年喜临门广告及业务宣传费用率领先



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 89：喜临门年轻化营销战略



资料来源：喜临门微信公众号，喜临门新浪微博，华金证券研究所

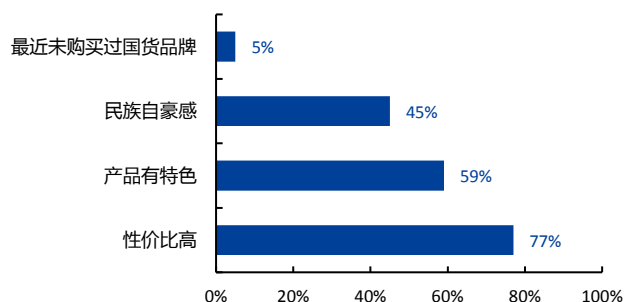
布局国民品牌战略，打造“国潮床垫”领军品牌。根据埃森哲 2021 年中国消费者调研，消费者选择国货品牌的原因中，77%为国货品牌的性价比高，59%为国货品牌产品有特色。具体到床垫细分领域，根据中国消费者报《2022 年国产中高端床垫消费者满意度调查》，在问及“智能床垫的选择时，更倾向于国际品牌还是国产品牌”时，近五成消费者选择了“国产品牌”，由此可见，随着国货产品质量和品质的不断提升，中国消费者文化自信高涨，消费者对国产品牌信心十足，不再一味追捧国际品牌，而是更加理智地权衡消费。在此背景下，公司紧跟国潮趋势，



持续布局国民品牌战略，2020 年末公司携手故宫文化，将传统文化与当代科技完美融合推出“宫禧恭喜”系列床垫产品，以国宝文物为灵感，将传统美学融入床垫设计，并赋予床垫新婚喜事和幸福生活如意吉祥的寓意。

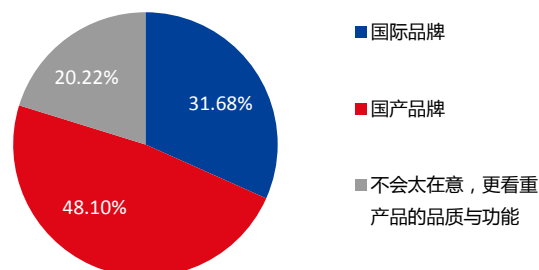
图 90：消费者选择国货品牌的原因

■ 消费者选择国货品牌的原因



资料来源：埃森哲《迈向美好生活：2022 中国消费者洞察》，华金证券研究所  
(注：N=10140)

图 91：近五成消费者选择国产床垫品牌



资料来源：中国消费者报《2022 国产中高端床垫消费者满意度调查》，华金证券研究所

图 92：喜临门荣获 2021 年床垫行业领军品牌称号



资料来源：2021 年中国品牌日家居新国货指数研究报告，华金证券研究所

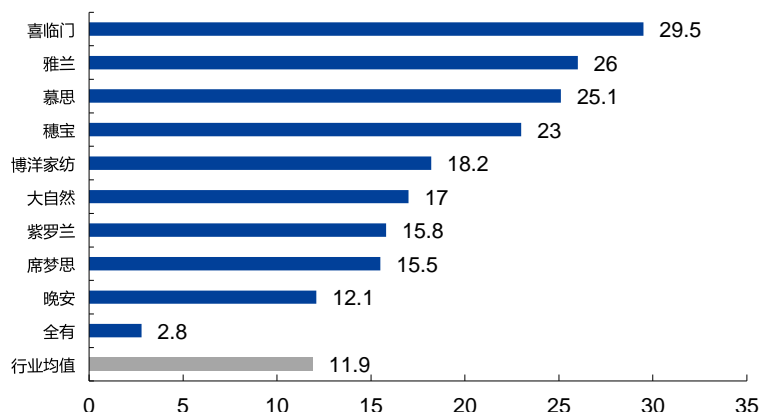
图 93：喜临门携手故宫文化推出“宫禧恭喜”系列床垫



资料来源：喜临门微信公众号，华金证券研究所

喜临门获工信部认证“中国顾客推荐度指数”第一品牌。喜临门连续五年蝉联工信部认证中国床垫行业品牌力指数第一名，在中国品牌权威机构 Chnbrand 发布的 2022 年（第八届）中国顾客推荐度指数品牌排名和分析报告中，喜临门以 29.5 分位列行业第一，远高于 11.9 分的行业均值，公司产品力和品牌力得到消费者充分认可。

图 94：公司 2022 年获工信部认证“中国顾客推荐度指数”第一



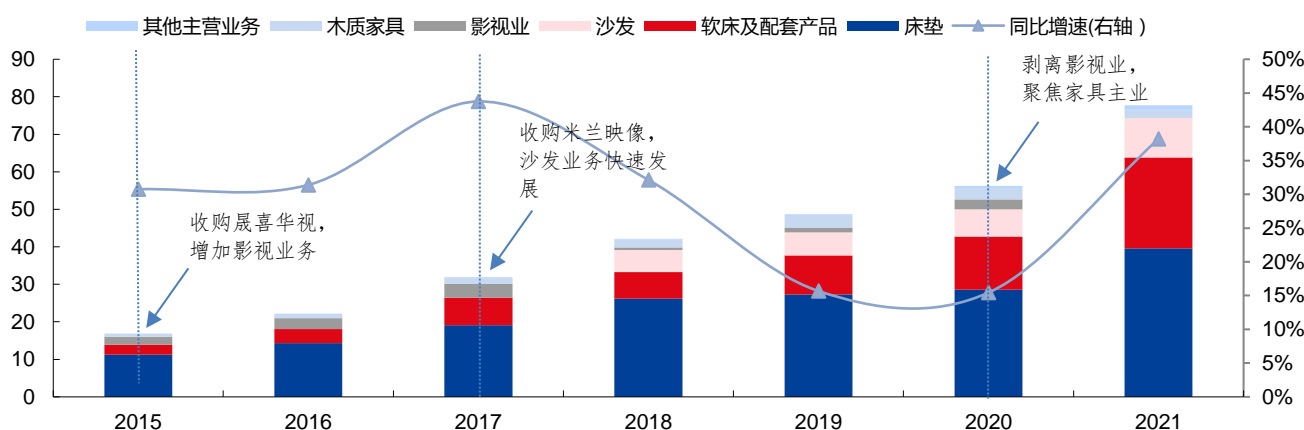
资料来源：公司官网，华金证券研究所

## 4、财务分析及盈利预测与估值

### 4.1 财务分析：营收高速复合增长，21 年重新聚焦软体家居业务

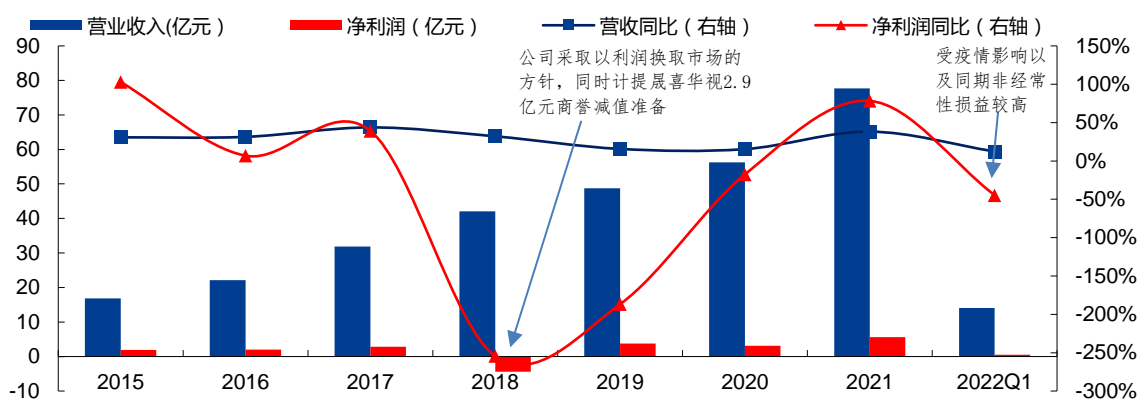
公司营收高速复合增长，21 年剥离影视业务，业绩表现亮眼。受益于多品类布局，2015 年至今，公司经营向好，2020 年在疫情影响下依然实现同比 15.4% 的增长。2021 年公司实现营收 77.72 亿元，同比增长 38.2%，可比口径下同比增长 45%，实现归母净利润 5.59 亿元，同比增长 78.3%，可比口径下同比增长 71%，其中，2018 年公司发生亏损，主要由于影视业务经营业绩未达预期，计提 2.9 亿元商誉减值，2021 年公司影视业务已出表。整体来看，2015-2021 年公司营收和归母净利润的年均复合增速分别为 29.0%、19.6%。22Q1 公司实现营收 14 亿元，同比增长 12.4%，受到国内疫情反复影响，增速放缓，实现归母净利润 0.54 亿元，同比下降 36.2%，主要为上年同期的非经常性损益高基数，22Q1 公司扣非净利润同比增长 12.9%。

图 95：公司 2015-2022Q1 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

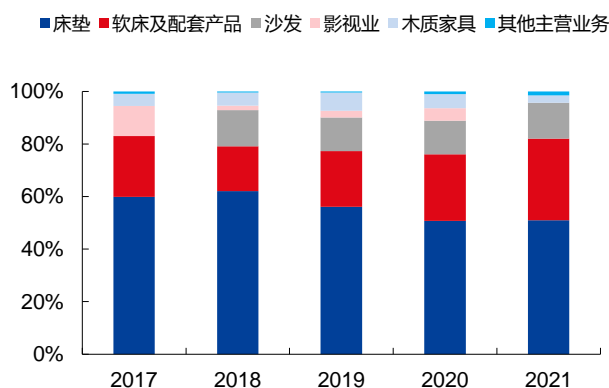
图 96：公司 2015-2022Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

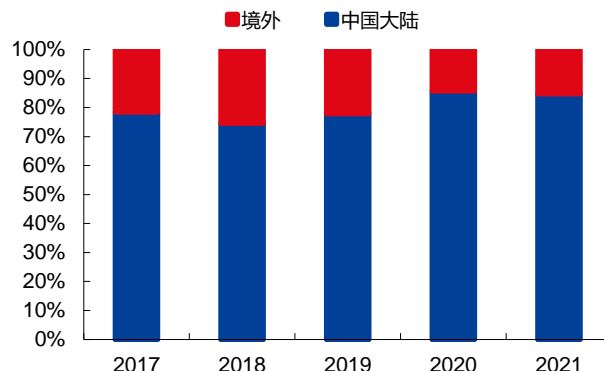
床垫为公司核心品类，软床产品占比快速提升。分品类看，床垫为公司核心品类，2021 年贡献了公司 51.0% 的营收，软床及配套产品为公司第二大收入，2021 年收入占比 31.1%，2019 年以来，由于公司持续推进卧室套系化销售，软床及配套产品收入占比持续提升，从 2018 年的 17.0% 提升至 2021 年的 31.1%。沙发产品为公司第三大收入，21 年占比为 13.6%，预计随公司推动客厅卧室产品联动，沙发业务有望快速增长。分区域看，公司以境内销售为主，2021 年中国大陆收入占比 83.5%，境外收入从 2017 年的 21.4% 下降至 15.0%。

图 97：公司收入结构——分产品



资料来源：公司公告，华金证券研究所

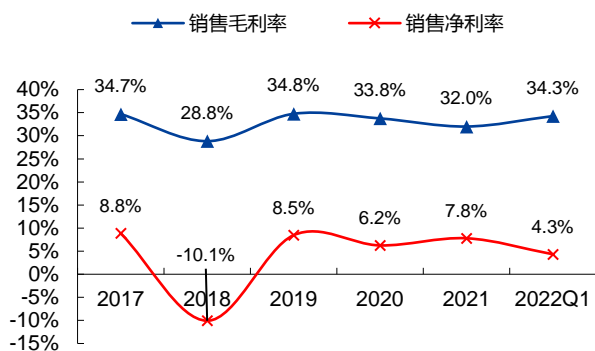
图 98：公司收入结构——分地区



资料来源：公司公告，华金证券研究所

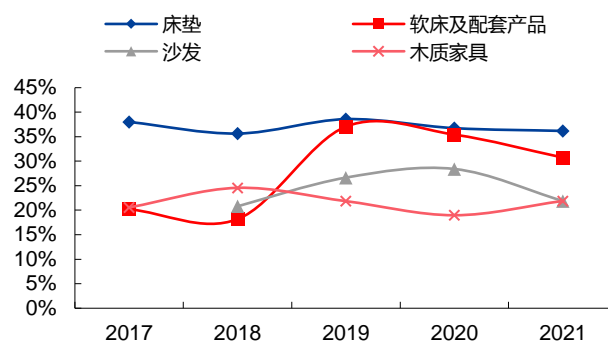
提价顺畅使得 21 年毛利率可比口径下有所提升，品牌焕新升级加大费用投放。2021 年公司毛利率同比下滑 1.75pct 至 32.0%，其中床垫、软床及配套产品、沙发分别同比下滑 0.56、4.67、6.52pct，主要系运输成本由销售费用拨入营业成本影响，剔除此影响后，2021 年公司整体毛利率同比提升 1.49pct，主要受益于自主品牌零售业务占比提升以及提价顺畅。2021 年公司销售费用率为 15.36%，同比下降 0.77pct，可比口径下同比增长 2.66pct。叠加 21 年公司投资净收益/营收提升 0.65pct，21 年公司净利率为 7.79%，同比增长 1.55pct。22Q1 公司毛利率为 34.26%，剔除新会计准则运费影响后，较上年同期提升 3.0pct，扣非净利率为 3.5%，与上年同期基本持平。

图 99：公司 2017-2022Q1 毛利率及净利率



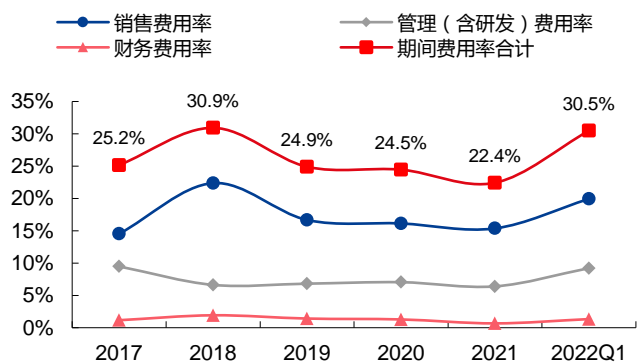
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 100：公司 2017-2021 年各产品毛利率



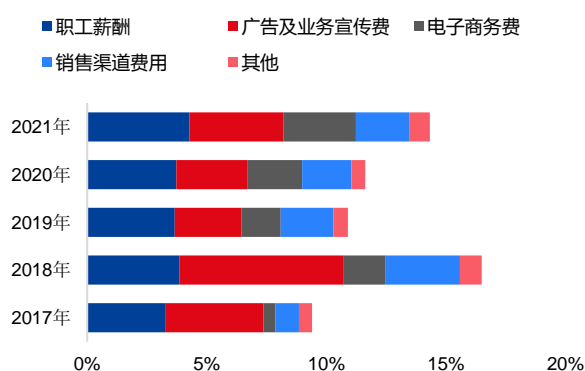
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 101：公司 2017-2022Q1 期间费用率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

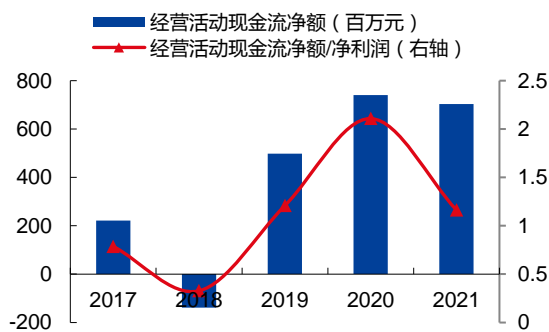
图 102：2017-2021 年销售费用率明细拆分



资料来源：公司公告，华金证券研究所

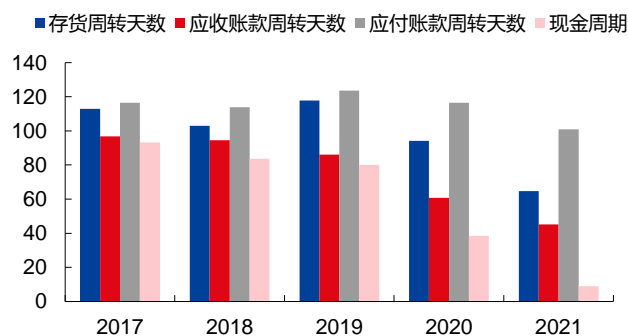
公司盈利质量高，资产周转加快。2019-2021 年公司经营活动现金流净额与净利润的比重均保持在 1 以上，盈利质量高。营运情况方面，公司近年来收入快速增长，以订单生产为主、备货生产为辅，使得存货周转天数整体呈下降趋势，同时公司对经销商采用先款后货的结算方式，应收账款周转天数逐年下降，受益于存货与应收账款周转加快，公司现金周期由 2017 年的 93 天降低至 2021 年的 9 天，资产周转效率表现良好。

图 103：公司盈利质量较高



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 104：公司营运情况（单位：天）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 4.2 盈利预测与估值

我们将公司业务拆分为零售业务和大宗业务，零售业务进一步拆分为线下和线上渠道，大宗业务进一步拆分为非品牌代工业务和自主品牌工程业务。

零售业务方面：参考公司 2022 年经营计划，看好公司床垫产品市占率提升以及客卧套系化销售，同时考虑国内疫情影响，预计公司 2022-2024 年线下门店分别净增 900、800、700 家，预计平均单店提货额同比增长 7.0%、10.0%、13.6%。考虑公司在电商平台的领先地位，线上有望持续高增长。盈利能力方面，由于公司 2021 年进行两轮产品提价，有效消化原材料价格上涨影响，预计公司今年毛利率保持稳定，未来两年稳步提升。

大宗业务方面：看好公司酒店床具业务拓展，同时战略收缩木质家具业务，预计自主品牌工程业务 2022-2024 年同比增长 18.3%、28.0%、38.0%。对非品牌代工业务，公司与目标客户合作稳定，预计未来增速整体保持稳定。盈利能力方面，预计大宗业务毛利率稳中有升。

费用率：随公司加大品牌升级焕新力度，管理效率逐年提升，以及持续进行产品研发创新，我们预计公司 2022-2024 年销售费用率分别为 15.7%/15.9%/15.9%，管理费用率为 4.0%/4.1%/4.1%，研发费用率为 2.5%/2.6%/2.7%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 95.84、118.63、148.08 亿元，同比增长 23.3%、23.8%、24.8%，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 7.20、9.39、12.17 亿元，同比增长 28.9%、30.4%、29.6%。



表 9：公司盈利预测拆分（营收单位：百万元）

|           | 2018A  | 2019A | 2020A  | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 1. 零售业务   |        |       |        |        |       |       |       |
| 营收        | 1904   | 2329  | 3085   | 5054   | 6508  | 8291  | 10549 |
| YOY       | 41.1%  | 22.3% | 32.5%  | 63.9%  | 28.8% | 27.4% | 27.2% |
| 毛利率       | 45.8%  | 52.4% | 49.2%  | 43.6%  | 43.7% | 43.8% | 43.8% |
| 其中：线下渠道   |        |       |        |        |       |       |       |
| 营收        | 1461   | 1832  | 2412   | 3956   | 5081  | 6435  | 8136  |
| YOY       | 46.2%  | 25.4% | 31.6%  | 64.0%  | 28.4% | 26.7% | 26.4% |
| 毛利率       | 43.8%  | 51.3% | 48.1%  | 44.7%  | 44.9% | 45.0% | 45.1% |
| 其中：线上渠道   |        |       |        |        |       |       |       |
| 营收        | 443    | 496   | 673    | 1098   | 1428  | 1856  | 2413  |
| YOY       | 26.6%  | 12.1% | 35.5%  | 63.3%  | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利率       | 52.6%  | 56.6% | 53.1%  | 39.4%  | 39.4% | 39.5% | 39.6% |
| 2. 大宗业务   |        |       |        |        |       |       |       |
| 营收        | 2216   | 2397  | 2214   | 2598   | 2950  | 3441  | 4121  |
| YOY       | 54.1%  | 8.2%  | -7.7%  | 17.4%  | 13.5% | 16.6% | 19.8% |
| 毛利率       | 16.3%  | 19.1% | 13.4%  | 9.2%   | 10.1% | 10.6% | 11.2% |
| 其中：非品牌代加工 |        |       |        |        |       |       |       |
| 营收        | 1757   | 1823  | 1785   | 2128   | 2394  | 2730  | 3139  |
| YOY       | 52.5%  | 3.8%  | -2.1%  | 19.3%  | 12.5% | 14.0% | 15.0% |
| 毛利率       | 14.0%  | 17.0% | 12.1%  | 9.7%   | 9.8%  | 9.9%  | 10.0% |
| 其中：自主品牌工程 |        |       |        |        |       |       |       |
| 营收        | 460    | 574   | 429    | 470    | 555   | 711   | 981   |
| YOY       | 60.5%  | 24.9% | -25.3% | 9.4%   | 18.3% | 28.0% | 38.0% |
| 毛利率       | 25.3%  | 25.6% | 18.7%  | 6.8%   | 11.4% | 13.3% | 15.0% |
| 3. 影视业务   |        |       |        |        |       |       |       |
| 营收        | 73     | 125   | 271    | 0      | 0     | 0     | 0     |
| YOY       | -80.0% | 70.3% | 117.4% | -      | -     | -     | -     |
| 毛利率       | -31.7% | 11.3% | 26.5%  | -      | -     | -     | -     |
| 4. 其它业务   |        |       |        |        |       |       |       |
| 营收        | 17     | 21    | 54     | 119    | 125   | 132   | 138   |
| YOY       | -35.5% | 18.1% | 159.7% | 123.0% | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 毛利率       | 21.6%  | 7.4%  | 21.5%  | 39.9%  | 39.0% | 39.0% | 39.0% |
| 营业收入合计    |        |       |        |        |       |       |       |
| 营收        | 4211   | 4871  | 5623   | 7772   | 9584  | 11863 | 14808 |
| YOY       | 32.4%  | 15.7% | 15.4%  | 38.2%  | 23.3% | 23.8% | 24.8% |
| 毛利率       | 28.8%  | 34.8% | 33.8%  | 32.0%  | 33.3% | 34.1% | 34.7% |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

复盘美国床垫行业发展历程，床垫产品的研发创新、品牌理念精准营销以及同业间的并购整合，是公司提升市占率和行业提升集中度的有效途径。对比美国，我国床垫市场发展尚未成熟，我们认为在消费升级、国民对睡眠健康重视程度提升、家具下乡政策红利背景下，床垫品类在我国的渗透率将持续提升。喜临门作为国内床垫龙头企业之一，产品研发能力领先，保持门店快速扩张的同时，门店效率不断提升，线上渠道常年位居行业第一，同时公司品牌年轻化焕新和国潮营销策略有望触及更多年轻消费者，2021 年公司剥离影视业务，战略更加聚焦，市占率有望逐步提升。目前股价对应公司 22、23 年 PE 分别为 15、11 倍，给予“买入-A”评级。

表 10：可比公司估值

| 公司名称       | 股票代码             | PE(2020A)    | PE(2021A)    | PE(2022E)    | PE(2023E)    | PE(2024E)   |
|------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 梦百合        | 603313.SH        | 32.06        | -30.57       | 13.45        | 8.66         | 6.33        |
| 顾家家居       | 603816.SH        | 52.74        | 29.31        | 19.34        | 15.80        | 13.13       |
| 麒盛科技       | 603610.SH        | 18.34        | 20.28        | 10.60        | 8.85         | 7.47        |
| <b>喜临门</b> | <b>603008.SH</b> | <b>33.56</b> | <b>18.82</b> | <b>14.61</b> | <b>11.20</b> | <b>8.64</b> |

资料来源：wind，2022/06/02，华金证券研究所

## 5、风险提示

- 1. 原材料价格大幅波动：**公司主要原材料为 TDI、MDI、软泡聚醚、钢材等大宗商品，原材料价格大幅上涨将对公司盈利能力产生负面影响。
- 2. 地产景气度下行：**家居行业与房地产行业景气度具备一定相关性，地产销售增长乏力或将对公司产品销售产生负面影响。
- 3. 国内疫情反复：**疫情导致公司人员出勤、原材料采购、销售发货等环节有所迟滞，以及商场营业、客户开发等市场活动收到一定限制。若国内疫情持续时间过久，将会对公司正常生产经营造成不利影响。

| 会计年度              | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 会计年度            | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>       | 5118        | 4710        | 6392         | 7213         | 9586         | <b>营业收入</b>     | 5623        | 7772        | 9584         | 11863        | 14808        |
| 现金                | 1453        | 1732        | 2396         | 2966         | 3702         | 营业成本            | 3725        | 5285        | 6403         | 7831         | 9684         |
| 应收票据及应收账款         | 960         | 1337        | 1964         | 2122         | 2978         | 营业税金及附加         | 41          | 53          | 77           | 95           | 118          |
| 预付账款              | 76          | 70          | 356          | 166          | 480          | 营业费用            | 907         | 1194        | 1508         | 1882         | 2359         |
| 存货                | 799         | 1102        | 1389         | 1657         | 2109         | 管理费用            | 271         | 314         | 383          | 480          | 607          |
| 其他流动资产            | 1749        | 273         | 287          | 301          | 316          | 研发费用            | 125         | 183         | 235          | 303          | 392          |
| <b>非流动资产</b>      | 2446        | 3602        | 2971         | 3028         | 3081         | 财务费用            | 72          | 52          | 45           | 43           | 53           |
| 长期投资              | 15          | 254         | 254          | 254          | 254          | 资产减值损失          | -19         | 6           | 5            | 5            | 5            |
| 固定资产              | 1631        | 1618        | 1742         | 1871         | 1938         | 公允价值变动收益        | -19         | 1           | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产              | 257         | 287         | 313          | 336          | 357          | 投资净收益           | -6          | 43          | 5            | 5            | 5            |
| 其他非流动资产           | 150         | 916         | 150          | 150          | 150          | <b>营业利润</b>     | 437         | 718         | 932          | 1229         | 1594         |
| <b>资产总计</b>       | 7564        | 8311        | 9364         | 10241        | 12667        | 营业外收入           | 10          | 2           | 3            | 3            | 3            |
| <b>流动负债</b>       | 4246        | 4281        | 5009         | 4960         | 6185         | 营业外支出           | 20          | 13          | 3            | 3            | 3            |
| 短期借款              | 1410        | 1243        | 881          | 721          | 338          | <b>利润总额</b>     | 427         | 707         | 932          | 1229         | 1594         |
| 应付票据及应付账款         | 1675        | 2355        | 3313         | 3566         | 4931         | 所得税             | 76          | 102         | 149          | 209          | 271          |
| 其他流动负债            | 903         | 531         | 110          | 110          | 110          | <b>税后利润</b>     | 351         | 605         | 783          | 1020         | 1323         |
| <b>非流动负债</b>      | 146         | 645         | 60           | 60           | 60           | 少数股东损益          | 38          | 47          | 63           | 82           | 106          |
| 长期借款              | 90          | 430         | 0            | 0            | 0            | <b>归属母公司净利润</b> | 313         | 559         | 720          | 939          | 1217         |
| 其他非流动负债           | 56          | 214         | 60           | 60           | 60           | <b>EBITDA</b>   | 676         | 917         | 1136         | 1456         | 1851         |
| <b>负债合计</b>       | 4392        | 4926        | 5069         | 5020         | 6245         | <b>主要财务比率</b>   |             |             |              |              |              |
| 少数股东权益            | 231         | 186         | 249          | 330          | 436          | <b>会计年度</b>     | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 股本                | 387         | 387         | 387          | 387          | 387          | <b>成长能力</b>     |             |             |              |              |              |
| 资本公积              | 1362        | 1354        | 1354         | 1354         | 1354         | 营业收入(%)         | 15.4        | 38.2        | 23.3         | 23.8         | 24.8         |
| 留存收益              | 1194        | 1656        | 2304         | 3149         | 4244         | 营业利润(%)         | -14.8       | 64.3        | 29.7         | 32.0         | 29.6         |
| 归属母公司股东权益         | 2941        | 3200        | 4046         | 4891         | 5986         | 归属于母公司净利润(%)    | -17.6       | 78.3        | 28.9         | 30.4         | 29.6         |
| <b>负债和股东权益</b>    | 7564        | 8311        | 9364         | 10241        | 12667        | <b>获利能力</b>     |             |             |              |              |              |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |             |             |              |              |              | 毛利率(%)          | 33.8        | 32.0        | 33.2         | 34.0         | 34.6         |
| <b>会计年度</b>       | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 净利率(%)          | 5.6         | 7.2         | 7.5          | 7.9          | 8.2          |
| <b>经营活动现金流</b>    | 740         | 704         | 1554         | 1215         | 1550         | ROE(%)          | 10.7        | 17.5        | 17.8         | 19.2         | 20.3         |
| 净利润               | 351         | 605         | 720          | 939          | 1217         | ROIC(%)         | 13.3        | 23.0        | 39.9         | 43.3         | 49.7         |
| 折旧摊销              | 186         | 227         | 159          | 183          | 204          | <b>偿债能力</b>     |             |             |              |              |              |
| 财务费用              | 72          | 52          | 45           | 43           | 53           | 资产负债率(%)        | 58.1        | 59.3        | 54.1         | 49.0         | 49.3         |
| 投资损失              | 6           | -43         | -5           | -5           | -5           | 流动比率            | 1.2         | 1.1         | 1.3          | 1.5          | 1.5          |
| 营运资金变动            | -732        | 261         | 572          | -27          | -25          | 速动比率            | 1.0         | 0.8         | 1.0          | 1.1          | 1.2          |
| 其他经营现金流           | 858         | -399        | 63           | 82           | 106          | <b>营运能力</b>     |             |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b>    | -98         | -335        | -123         | -347         | -257         | 总资产周转率          | 0.7         | 0.9         | 1.0          | 1.2          | 1.2          |
| <b>筹资活动现金流</b>    | -69         | -247        | -767         | -298         | -557         | 应收账款周转率         | 5.2         | 7.1         | 6.0          | 6.0          | 6.0          |
|                   |             |             |              |              |              | 应付账款周转率         | 4.7         | 5.2         | 4.5          | 4.5          | 4.6          |
| <b>每股指标 (元)</b>   |             |             |              |              |              | <b>估值比率</b>     |             |             |              |              |              |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.81        | 1.44        | 1.86         | 2.42         | 3.14         | P/E             | 33.6        | 18.8        | 14.6         | 11.2         | 8.6          |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 1.91        | 1.82        | 4.01         | 3.14         | 4.00         | P/B             | 3.6         | 3.3         | 2.6          | 2.2          | 1.8          |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 7.59        | 8.26        | 10.44        | 12.62        | 15.45        | EV/EBITDA       | 11.0        | 15.2        | 7.8          | 5.8          | 4.0          |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)