



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

“深度好睡眠” 品牌领先，多点花开可期

—喜临门(603008)深度报告

2022 年 06 月 14 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告

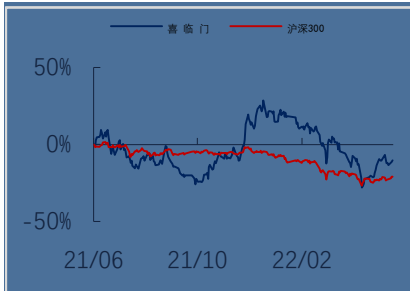
公司研究

公司深度报告

喜临门(603008)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	27.57
52 周内股价波动区间(元)	40.45-21.00
最近一月涨跌幅(%)	2.49
总股本(亿股)	3.87
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	105.57

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

“深度好睡眠” 品牌领先，多点花开可期

2022 年 06 月 14 日

报告内容摘要：

◆国内床垫行业领军企业，品牌产品战略领先。公司作为国内床垫行业头部企业，近年来持续推进从品质领先向品牌领先的转型，坚定“深度好睡眠”，大力发展自主品牌零售业务，成效显著。2021 年实现营收 77.71 亿元，同比增长 38.21%，其中，自主品牌零售收入 51.7 亿元，同比增长 65%，归母净利 5.59 亿元，同比增长 78.29%。产品力方面，公司聚焦床垫产品，巩固床垫龙头地位同时，丰富多层次产品矩阵，重视研发创新，2021 年研发费用率 2.36%，处于行业较高水平。

◆软体家居行业需求稳定增长，渗透率、集中度仍有提升空间。（1）我国床垫、沙发行业市场持续稳定扩容，未来增长空间大，根据 Statista 数据，2013-2021 年我国床垫收入 GAGR 达 9.39%，座椅沙发收入 GAGR 达 9.45%，远高于全球平均水平；（2）我国床垫渗透率对比发达国家略低，根据华经产业研究院整理 CSIL 数据，发达国家床垫渗透率达到 85%，而中国床垫渗透率为 60%；未来随着改善需求增加、床垫换新频次提升，有望带动渗透率上行；（3）我国床垫市场集中度对比发达国家仍然偏低，2021 年我国床具市场 CR4 占比约 20%，而美国床垫市场 CR4 销售份额约 39%，未来床垫龙头有望凭借品牌力、渠道力、供应链等优势实现市场份额持续提升。

◆床垫核心业务领先，多系列全渠道扩张助力成长。公司拥抱软体优质赛道，产品、渠道双驱动，助力未来增长。（1）丰富产品矩阵，满足各层次客户的需求，布局智能产品，打造智能睡眠系统，形成稳固的品牌金字塔格局以满足各层次客户的品牌需求。同时，公司对现有产品系列“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。（2）通过自主品牌+外延收购积极拓展客厅空间，实现客卧双空间品类发展，创立“可尚”系列，并与夏图公司达成战略合作，收购米兰映像 51%的股权，2021 年沙发产品营收占比 13.56%；（3）加快渠道建设，实现线下线上双跑道增长，截至 2021 年底，公司拥有 2837 家喜临门专卖店、1062 家喜眠分销专卖店和 596 家 M&D 沙发专卖店（含夏图专卖店），2021 年自主品牌零售线下业务收入 40.76 亿元，同比增长 65%；在线下拓展的同时，积极开展线上营销，2021 年线上销售收入 10.98 亿，同比增长 63.26%，占自主品牌零售收入比例 21%。

◆短期建议关注疫后需求改善、成本压力缓解，长期看好品牌力加持下份额提升。随着近年公司品牌影响力和知名度的提升，已逐步构筑起自主品牌护城河，市场份额快速提升。同时，逐步从单品牌向多品牌迈进，延伸子品牌覆盖更多客户群，沙发品类扩张增强发展新动力。随着疫情好转延后的需求有望逐步释放，原材料成本压力预期缓解，盈利能力存在改善空间。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.98 亿元、8.39 亿元、10 亿元，同比分别增长 25%、20.1%、19.2%，目前股价对应 2022 年 PE 为 15x，首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险因素：地产销售下滑风险、原材料成本大幅上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,623	7,772	9,334	11,179	13,079
增长率 YoY %	15.4%	38.2%	20.1%	19.8%	17.0%
归属母公司净利润 (百万元)	313	559	698	839	1,000
增长率 YoY%	-17.6%	78.3%	25.0%	20.1%	19.2%
毛利率%	33.8%	32.0%	31.5%	31.3%	31.4%
净资产收益率ROE%	10.7%	17.5%	18.6%	18.9%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	0.81	1.44	1.80	2.17	2.58
市盈率 P/E(倍)	34.08	19.12	15.30	12.73	10.68
市净率 P/B(倍)	3.63	3.34	2.84	2.41	2.04

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 06 月 13 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
一、国内床垫行业领军企业	7
1.1 专注床垫行业，横向拓展客厅家具	7
1.2 近年营业收入稳健增长	8
二、软体家居行业需求稳定增长	12
2.1 软体家居行业空间广阔	12
2.2 改善需求增加，消费观念转变促进渗透率提升	13
2.3 行业集中度有望提升，龙头公司优势显著	15
三、渠道品类双驱动助力未来增长	16
3.1 丰富多层次产品矩阵，巩固床垫龙头地位	16
3.2 积极拓展客厅空间，实现客卧双空间品类发展	17
3.3 优化渠道建设，线下线上双跑道增长	18
四、投资建议	21
4.1 成本压力有望逐步趋缓	21
4.2 盈利预测与投资评级	22
五、风险因素	25

表 目 录

表 1：公司产品及介绍	7
表 2：喜临门沙发品牌类型	18
表 3：收入预测简表	23
表 4：利润预测简表	23
表 5：可比公司估值表	24

图 目 录

图 1：公司主要产品系列	7
图 2：公司营业收入稳定增长	9
图 3：2016-2021 家具行业收入 CAGR 为 31.73%	9
图 4：床垫占家具产品收入比例约为 51.76%	9
图 5：公司内销收入占比逐渐提升	9
图 6：2016-2021 年公司归母净利润复合增速为 22.33%	10
图 7：2016-2021 年公司扣非归母净利润复合增速为 22.60%	10
图 8：公司历史毛利率、净利率水平	10
图 9：2016-2021 年公司各销售市场毛利率	10
图 10：2016-2021 年分行业销售毛利率	11
图 11：2016-2021 年家具产品销售毛利率	11
图 12：期间费用率自 2018 年以来持续降低	11
图 13：2021 年 ROE 水平明显回升	11
图 14：近年净营业周期明显回落	11
图 15：现金流自 2018 年以后改善	11
图 16：2013-2024E 中国床垫市场情况	12
图 17：2013-2024E 中国座椅沙发市场情况	12
图 18：2013-2024E 全球床垫市场情况	12
图 19：2013-2024E 全球座椅沙发市场情况	12
图 20：我国床垫市场规模位居全球第二	13
图 21：我国座椅沙发市场规模位居全球第二	13
图 22：我国床垫消费者更换周期较长	13
图 23：“是否愿意 5 年更换床垫”调查	13
图 24：中美人均床垫消费水平	14
图 25：我国床垫渗透率提升空间较大	14
图 26：中国功能沙发渗透率逐年提高	14
图 27：2015-2020 年中国沙发套数及增长率	14
图 28：我国城镇化率逐年提升	14
图 29：我国城镇居民人均可支配收入稳定提升	14
图 30：我国床具市场竞争格局	15
图 31：我国沙发市场竞争格局	15
图 32：美国床垫市场竞争格局	15
图 33：美国沙发市场竞争格局	15

图 34: 公司研发投入力度逐年增强	16
图 35: 公司研发费用率处于领先地位	16
图 36: 床垫产品收入稳健	16
图 37: 床垫业务持续发展	16
图 38: 自清洁抗菌床垫响应疫情下的市场需求	17
图 39: 智能床垫 Smart 1 提供个性化定制睡眠体验	17
图 40: 沙发营业收入逐年提升	18
图 41: 沙发销量呈上升趋势	18
图 42: 线下门店销售收入复合增速为 41.06%	19
图 43: 线下零售渠道快速扩张	19
图 44: 线下销售渠道下沉	19
图 45: 分城市等级收入占比	19
图 46: 2017-2021 年线上销售收入复合增速为 33.12%	20
图 47: 线上销售平均毛利率为 51.11%	20
图 48: 2016-2020 年酒店家具业务收入复合增速为 26.59%	20
图 49: 直接材料是主要营业成本构成	21
图 50: 海绵、面料、乳胶、钢丝是主要材料成本	21
图 51: 原材料成本压力于 1Q22 已逐步改善	22
图 52: 海绵价格自四季度以来已明显回落	22
图 53: 弹簧钢价格同比已有所回落	22
图 54: 面料价格同比基本稳定	22
图 55: 公司 PE BAND	24

投资聚焦

- **国内床垫行业领军企业，品牌产品战略领先。**公司作为国内床垫行业头部企业，近年来持续推进从品质领先向品牌领先的转型，坚定“深度好睡眠”，大力发展自主品牌零售业务，成效显著。2021 年实现营收 77.71 亿元，同比增长 38.21%，其中，自主品牌零售收入 51.7 亿元，同比增长 65%，归母净利 5.59 亿元，同比增长 78.29%。产品力方面，公司聚焦床垫产品、巩固床垫龙头地位同时，丰富多层次产品矩阵，重视研发创新，2021 年研发费用率 2.36%，处于行业较高水平。
- **软体家居行业需求稳定增长，渗透率、集中度仍有提升空间。**（1）我国床垫、沙发行业市场持续稳定扩容，未来增长空间大，根据 Statista 数据，2013-2021 年我国床垫收入 GAGR 达 9.39%，座椅沙发收入 GAGR 达 9.45%，远高于全球平均水平；（2）我国床垫渗透率对比发达国家略低，根据华经产业研究院整理 CSIL 数据，发达国家床垫渗透率达 85%，而中国床垫渗透率为 60%；未来随着改善需求增加、床垫换新频次提升，有望带动渗透率上行；（3）我国床垫市场集中度对比发达国家仍然偏低，2021 年我国床具市场 CR4 占比约 20%，而美国床垫市场 CR4 销售份额约 39%，未来床垫龙头有望凭借品牌力、渠道力、供应链等优势实现市场份额持续提升。
- **床垫核心业务领先，多系列全渠道扩张助力成长。**公司拥抱软体优质赛道，产品、渠道双驱动，助力未来增长。（1）丰富产品矩阵，满足各层次客户的需求，布局智能产品，打造智能睡眠系统，形成稳固的品牌金字塔格局以满足各层次客户的品牌需求。同时，公司对现有产品系列“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。（2）通过自主品牌+外延收购积极拓展客厅空间，实现客卧双空间品类发展，创立“可尚”系列，并与夏图公司达成战略合作，收购米兰映像 51%的股权，2021 年沙发产品营收占比 13.56%；（3）加快渠道建设，实现线下线上双跑道增长，截至 2021 年底，公司拥有 2837 家喜临门专卖店、1062 家喜眠分销专卖店和 596 家 M&D 沙发专卖店（含夏图专卖店），2021 年自主品牌零售线下业务收入 40.76 亿元，同比增长 65%；在线下拓展的同时，积极开展线上营销，2021 年线上销售收入 10.98 亿，同比增长 63.26%，占自主品牌零售收入比例 21%。
- **短期建议关注疫后需求改善、成本压力缓解，长期看好品牌力加持下份额提升。**随着近年公司品牌影响力和知名度的提升，已逐步构筑起自主品牌护城河，市场份额快速提升。同时，逐步从单品牌向多品牌迈进，延伸子品牌覆盖更多客户群，沙发品类扩张增强发展新动力。随着疫情好转延后的需求有望逐步释放，原材料成本压力预期缓解，盈利能力存在改善空间。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.98 亿元、8.39 亿元、10 亿元，同比分别增长 25%、20.1%、19.2%，目前股价对应 2022 年 PE 为 15x，首次覆盖给予“买入”评级。

一、国内床垫行业领军企业

喜临门家居深耕于床垫行业 38 年，拥有多项专利技术。公司 2016-2021 年收入稳健增长，2021 年营业收入 77.72 亿，同比增长 38.21%。剥离影视业务后，公司重点聚焦软体优质赛道，盈利质量稳健提升，2021 年公司归母净利润为 5.59 亿元，同比增长 78.29%，扣非归母净利润同比增长 58.19%。

1.1 专注床垫行业，横向拓展客厅家具

喜临门家具股份有限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。公司是床垫行业内第一家“国家火炬计划重点高新技术企业”。

图 1：公司主要产品系列



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

表 1：公司产品及介绍

产品分类	产品图片	产品介绍
软床		以“保护脊椎”为主要核心功能，还可抗菌防螨。安装 4R 太极弹簧，强支撑，高回弹，有效释放压力，缓解疲劳。采用塔拉蕾乳胶，立体呵护睡眠质量，柔软顺滑，保暖透气。铂金净眠因子，有效净化睡眠环境等。

床垫



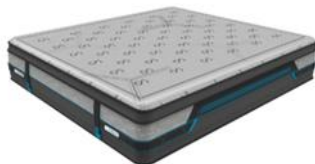
以“保护脊椎”为主要核心功能，还可抗菌防螨。安装4R 太极弹簧，强支撑，高回弹，有效释放压力，缓解疲劳。采用塔拉蕾乳胶，立体呵护睡眠质量，柔软顺滑，保暖透气。铂金净眠因子，有效净化睡眠环境等

沙发



表面材质为欧洲进口黄牛皮，高密度海绵进行填充，产品高性价比高，目的在于兼顾经济与品牌价值。

智能睡眠



有效减少翻身次数，提高深度睡眠质量，助眠黑科技“空气弹簧”，革新脊椎支撑技术，兼顾无感专业坚持，360 精准捕捉人体体征数据。

护枕



柔软高分子凝胶，3D 立体稳固枕型，恒温传导入睡，塔型支撑，有效缓解疲劳。

床品



经纬纱线交织成高支高密，柔软顺滑，富有质感。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 近年营业收入稳健增长

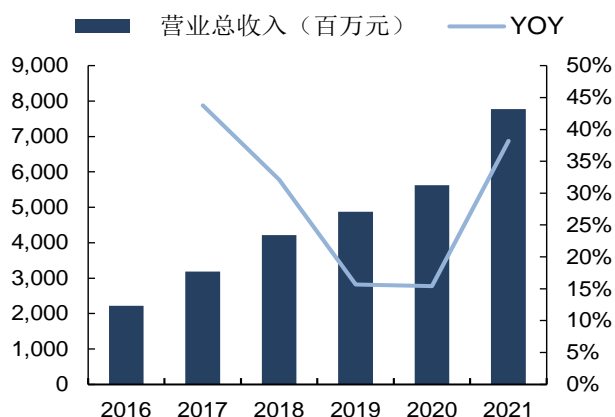
2016-2021 年，公司不断提升销售能力，营业收入稳健增长。2021 年公司积极提升门店形象，同时加大广告宣传投放，传统渠道和新渠道双跑道销售增长，营业收入达到 77.7184 亿元，同比增长 38%。2016-2021 年，公司营业收入复合增速为 28.51%，在疫情期间体现出良好的抗风险能力。

2020 年公司剥离影视业务，聚焦家具主业，2016-2021 年家具业务收入复合增速为 31.73%。2016-2021 年，家具行业收入持续高增长态势，在 2021 年达到 76.52 亿元，同比增长 44%。公司于 2020 年 12 月 29 日将旗下影视公司晟喜华视 60%的股权转让给绍兴岚越影视合伙企

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>8

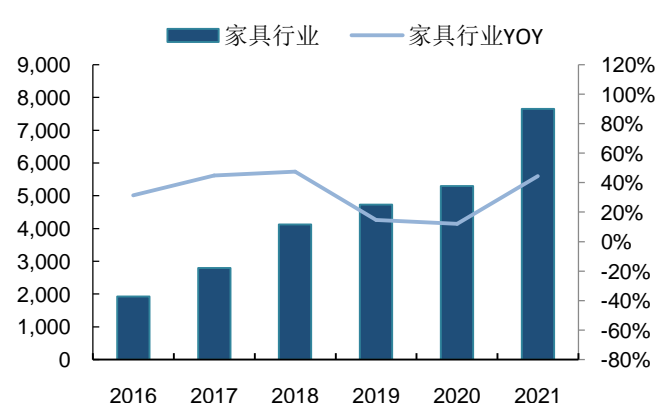
业，集中资源投入家具主业发展，因而家具行业收入稳健增长。

图 2：公司营业收入稳定增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

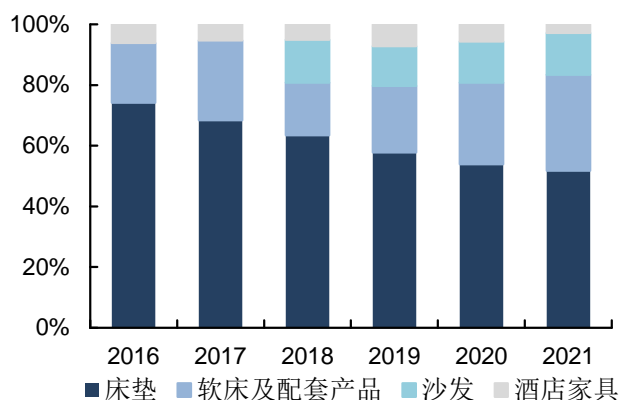
图 3：2016-2021 家具行业收入 CAGR 为 31.73%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

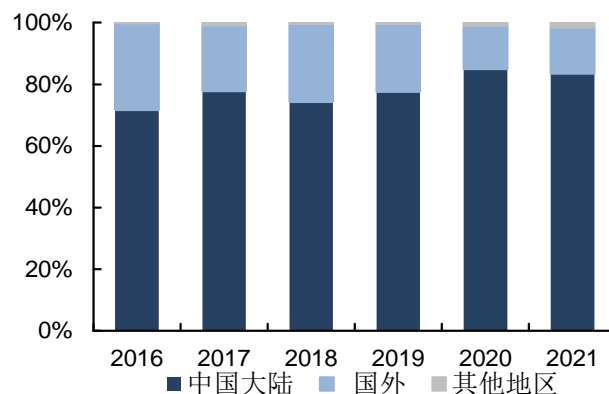
床垫是公司家具业务的主要来源，近年来公司内销占比提升。公司家具业务的主要产品为床垫、软床及配套产品、沙发及酒店家具，2021 年公司床垫销售收入为 39.61 亿元，同比增长 38.74%，占家具产品比例为 51.76%，但随着沙发产品系列的增加，床垫占比有所下降。2019-2021 年，近年来公司加大自主品牌国内市场开拓力度，内销收入占比不断提升，2021 年内销主营占营业收入的 83.48%，同比增长 35.89%。

图 4：床垫占家具产品收入比例约为 51.76%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

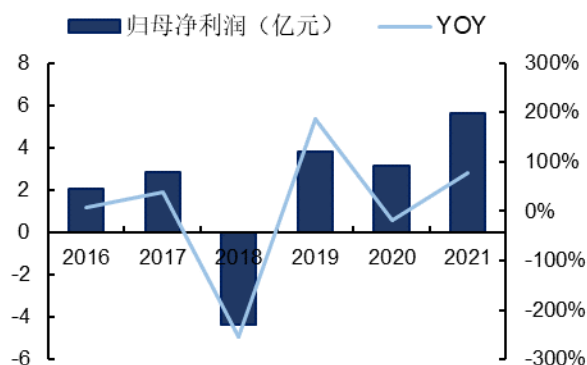
图 5：公司内销收入占比逐渐提升



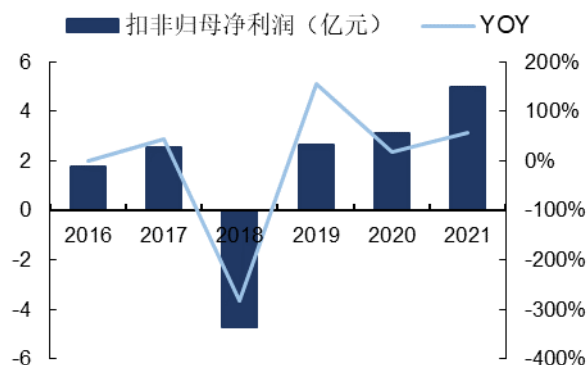
资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 剥离影视盈利质量稳健提升

2021 年，扣非归母净利润同比增长 58.19%，达到 5.59 亿元。2015 年喜临门在原有基础上收购了晟喜华视，增加了影视业务。2018 年主要系影视业表现不佳，净利润受到较大影响，2020 年底，喜临门决定剥离影视业务，深耕睡眠市场。2018 年后，盈利质量稳步提升，2021 年底扣非归母净利润达到 5.59 亿元，同比增长 58.19%，2016-2021 年公司扣非归母净利润复合增速为 22.60%，归母净利润复合增速为 22.33%。

图 6：2016-2021 年公司归母净利润复合增速为 22.33%


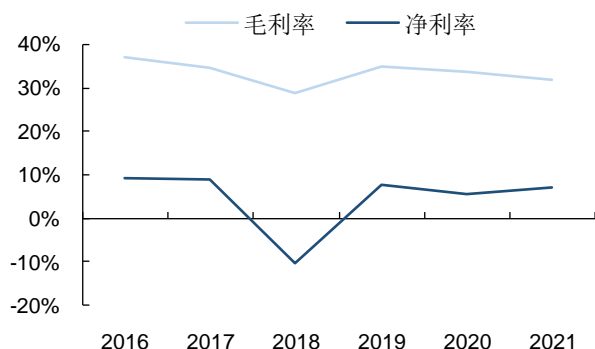
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2016-2021 年公司扣非归母净利润复合增速为 22.60%


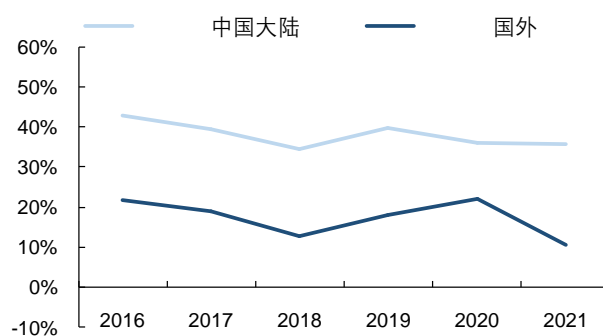
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2016-2021 年公司平均毛利率为 33.51%，平均净利率为 4.71%，2018 年后净利率、毛利率较为稳定，剥离影视业务后盈利具备提升空间。2016-2018 年由于原材料成本上涨，毛利率与净利率出现小幅下滑，叠加 2018 年影视业务影响。毛利率大幅下滑 6pct。2021 年公司净利率为 7.19%，同比提升 1.62pct。

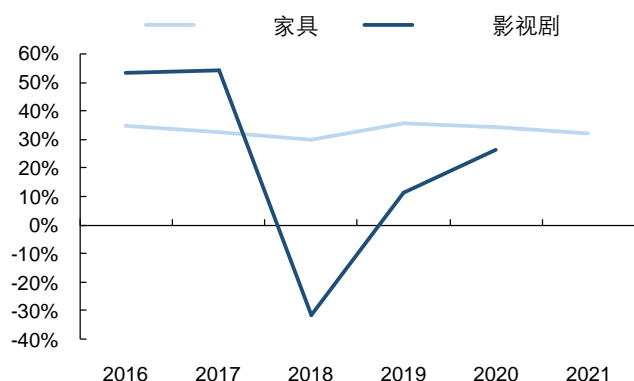
分产品来看，家具毛利率总体高于其他业务毛利率，影视业务毛利率波动较大，主要系 2018 年影视业务表现不佳，出现大幅亏损。分行业看，家具产品毛利率较为稳定，而影视行业毛利率波动较大，主要由于彼时影视文化产业火热，票房等迎来大幅上涨，此后由于表现不佳，2018 年影视行业大幅亏损。分地区来看，销售于中国大陆市场的毛利率约为 37.98%，总体高于国外销售市场。

图 8：公司历史毛利率、净利率水平


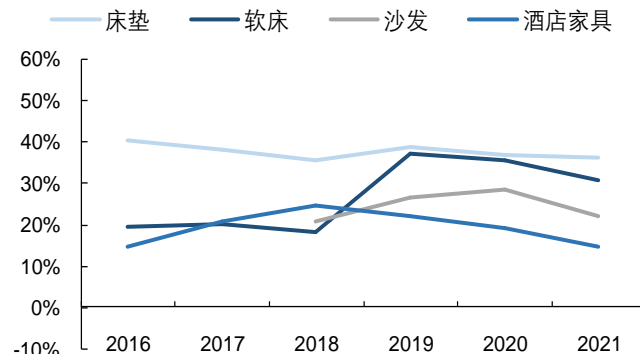
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：2016-2021 年公司各销售市场毛利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

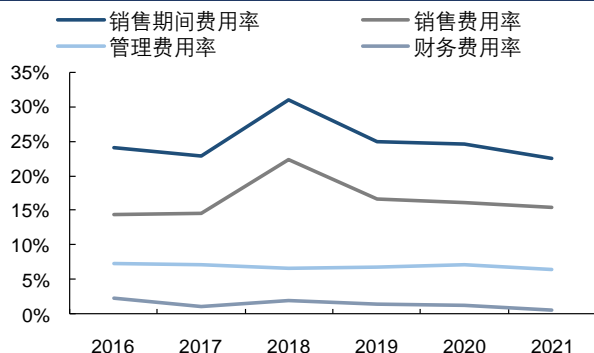
图 10：2016-2021 年分行业销售毛利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

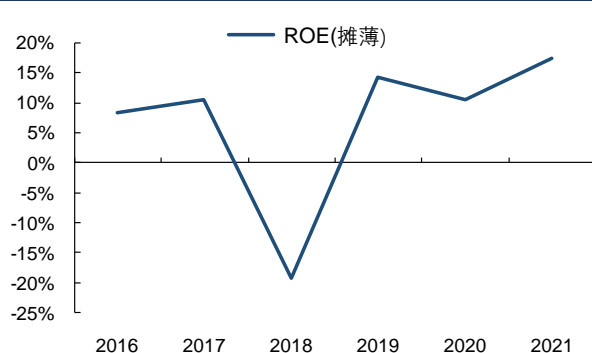
图 11：2016-2021 年家具产品销售毛利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

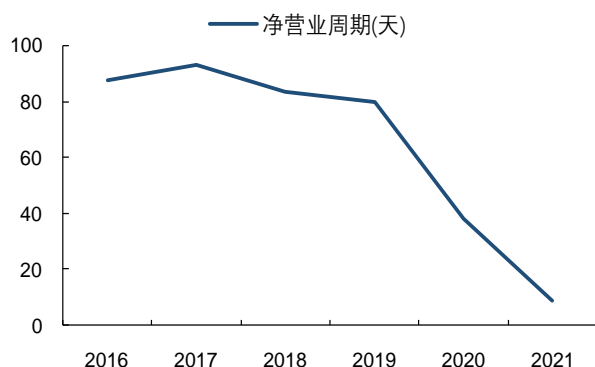
公司期间费用率自 2018 年稳定优化，2021 年 ROE 水平回升。2018 年公司加大广告宣传投放力度、拓宽销售渠道导致销售费用上升，进而影响期间费用率。2019-2021 年，公司加盟商体系日益完善，线上平台运营模式不断创新，公司自主品牌零售渠道快速拓展，销售费用率呈稳定下降趋势，带动期间费用率持续降低。2018 年公司借款增加和利息支出增加引致财务费用率增加，之后不断降低。公司管理和研发费用率平均为 6.91%，费用管控效果整体良好。公司 ROE 水平自 2018 年以后也稳定在 10% 以上，2021 年摊薄 ROE 为 17%，较 2020 年同比提升 6pct。此外，公司近年收现比持续大于 1，2021 年净利润现金含量为 1.2。

图 12：期间费用率自 2018 年以来持续降低


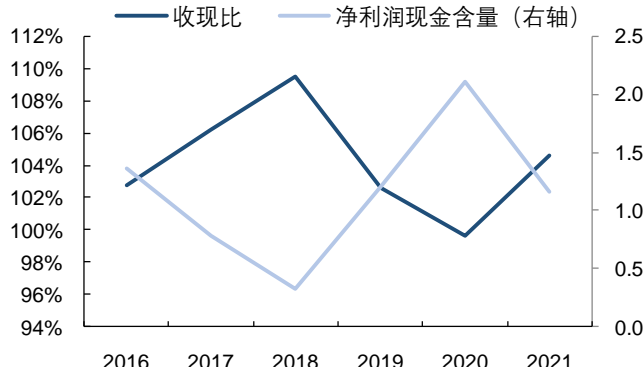
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：2021 年 ROE 水平明显回升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：近年净营业周期明显回落


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：现金流自 2018 年以后改善


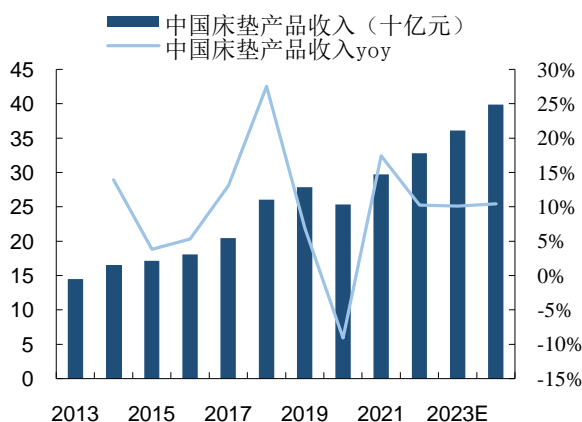
资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、软体家居行业需求稳定增长

2.1 软体家居行业空间广阔

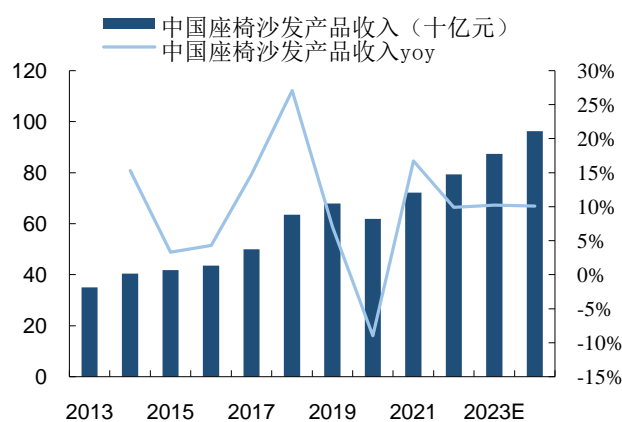
我国床垫、沙发行业市场持续稳定扩容，未来增长空间大。根据 Statista 数据，2021 年我国国内床垫产品收入 297.4 亿元，同比增长 17.46%，2013-2021 年收入 GAGR 达到 9.39%，Statista 预测 2024 年国内床垫产品收入将达到 398.8 亿元，2021-2024 年收入 CAGR 预计将达到 10.27%；2021 年我国国内座椅沙发产品收入为 721.9 亿元，同比增长 16.72%，2013-2021 年收入 GAGR 达到 9.45%，根据 Statista 预测，2024 年国内座椅沙发产品收入将达到 962.4 亿元，2021-2024 年收入 CAGR 预计将达到 10.06%。2013-2021 年我国国内床垫、沙发市场规模持续稳定增长，根据预测，未来三年床垫、沙发产品收入 CAGR 将高于 2013-2021 年 CAGR，为增长力后劲足的优质赛道。

图 16：2013-2024E 中国床垫市场情况



资料来源：Statista，信达证券研发中心（数据包括弹簧、泡沫和乳胶床垫，不包括水床垫、气动床垫和床架。）

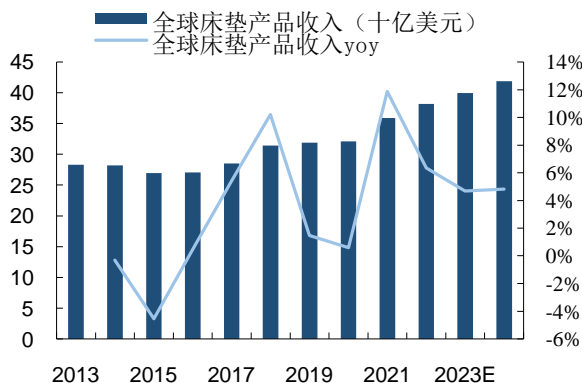
图 17：2013-2024E 中国座椅沙发市场情况



资料来源：Statista，信达证券研发中心

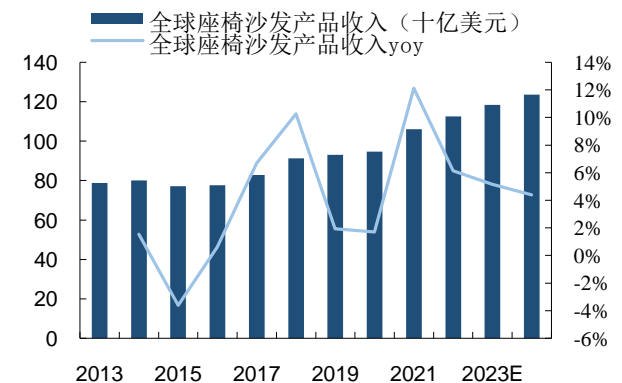
我国是全球第二大床垫、沙发市场，床垫、沙发产品市场规模增速高于全球平均水平。根据 Statista 数据，2021 年全球床垫产品收入 359 亿美元，同比增长 11.87%，2013-2021 年收入 GAGR 为 3.01%；2021 年全球座椅沙发产品收入为 1061.9 亿美元，同比增长 12.12%，2013-2021 年收入 GAGR 达到 3.79%，2013-2021 我国床垫、沙发市场规模 CAGR 低于全球市场平均水平。

图 18：2013-2024E 全球床垫市场情况

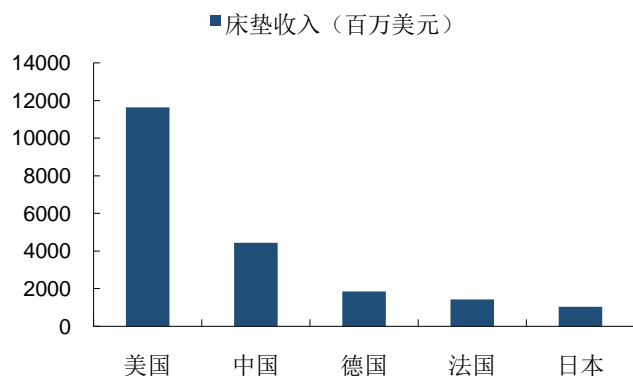


资料来源：Statista，信达证券研发中心（数据包括弹簧、泡沫和乳胶床垫，不包括水床垫、气动床垫和床架。）

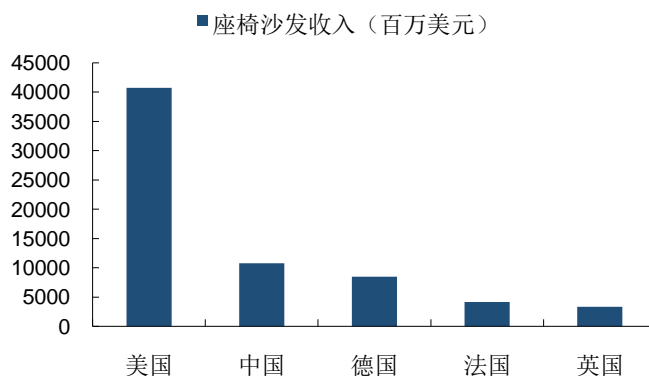
图 19：2013-2024E 全球座椅沙发市场情况



资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 20：我国床垫市场规模位居全球第二


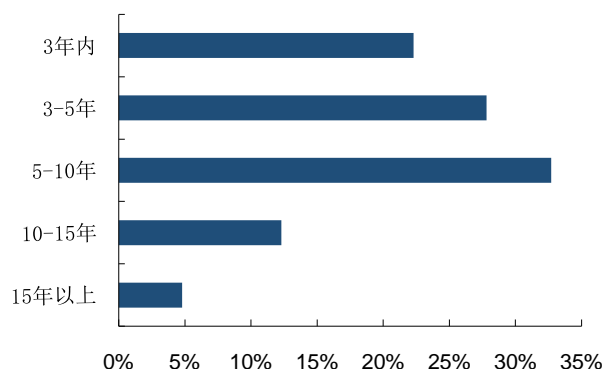
资料来源：Statista，信达证券研发中心（数据包括弹簧、泡沫和乳胶床垫，不包括水床垫、气动床垫和床架。）

图 21：我国座椅沙发市场规模位居全球第二


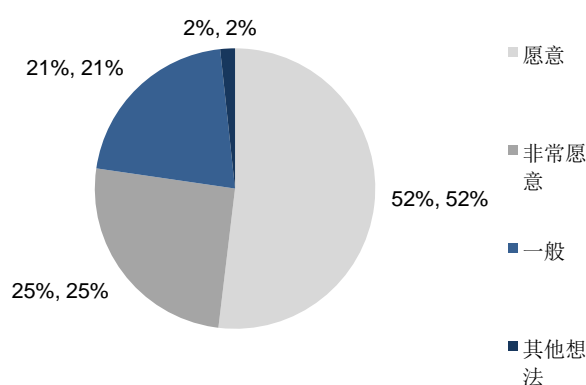
资料来源：Statista，信达证券研发中心

2.2 改善需求增加，消费观念转变促进渗透率提升

床垫更换频次对比发达国家略低，改善需求有望增加。根据红星美凯龙携手优居研究院及腾讯家居贝壳联合发布的调研报告《2021 床垫新消费趋势报告》，49.8%受访者正在使用超过 5 年的床垫，其中 70、60 后正在使用 10 年以上的床垫的比例为 28.6%和 21%，对比美国消费者，70%的美国家庭表示平均约三年会更换一次床垫，约 20%的使用者认为床垫的使用周期最好不超过三年。随着消费水平提高以及消费观念转变，床垫更换频次有望提高，改善需求占比的提升有望削弱床垫消费的地产周期性。

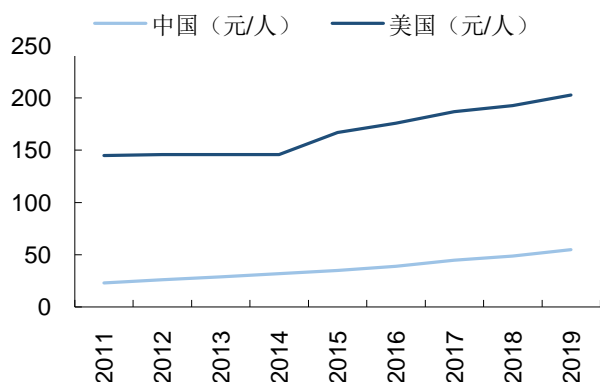
图 22：我国床垫消费者更换周期较长


资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》，信达证券研发中心

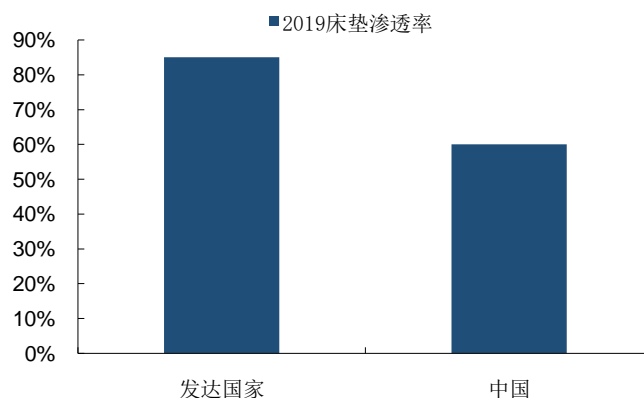
图 23：“是否愿意 5 年更换床垫”调查


资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》，信达证券研发中心

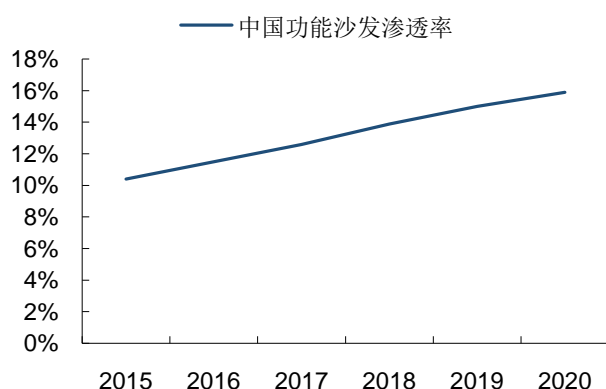
与发达国家相比，床垫、沙发渗透率仍有较大提升空间。由于我国国内床垫消费者更换频次与发达国家具有较大差异，我国床垫渗透率与发达国家差距较大，人均床垫消费水平仍然较低，根据华经产业研究院整理 CSIL 数据，发达国家床垫渗透率达到 85%，而中国床垫渗透率为 60%，中国人均床垫保有量仅约 0.5 张、美国则有约 1.3-1.5 张；沙发方面以功能沙发为例，2020 年中国功能沙发市场渗透率仅为 15.9%，较美国市场 48%左右的渗透率还有较大差距。随着我国城镇化率以及人均可支配收入的提升，更多消费者将具有品牌床垫的消费能力，软体家居市场有望迎来消费升级，伴随渗透率提升，床垫、沙发需求未来潜力巨大。

图 24：中美人均床垫消费水平


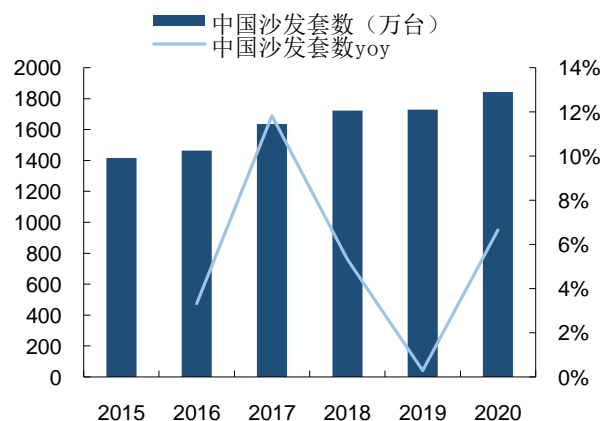
资料来源：CSIL, Population USA, 国家统计局, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

图 25：我国床垫渗透率提升空间较大


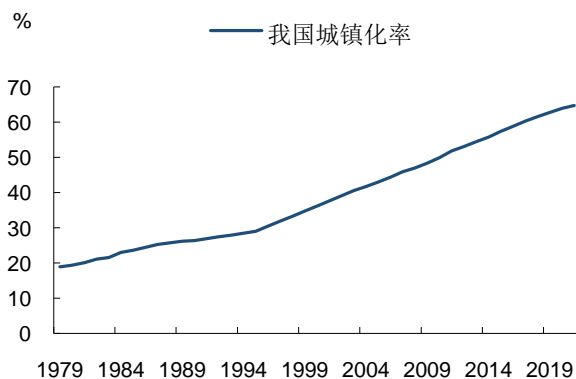
资料来源：华经产业研究院, 信达证券研发中心

图 26：中国功能沙发渗透率逐年提高


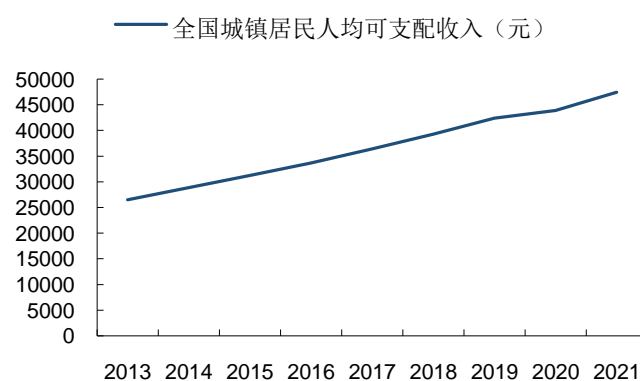
资料来源：华经产业研究院, 信达证券研发中心

图 27：2015-2020 年中国沙发套数及增长率


资料来源：华经产业研究院, 信达证券研发中心

图 28：我国城镇化率逐年提升


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

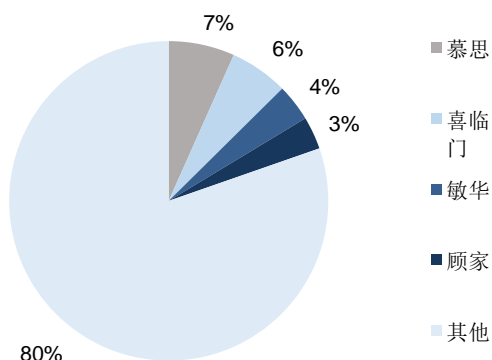
图 29：我国城镇居民人均可支配收入稳定提升


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

2.3 行业集中度有望提升，龙头公司优势显著

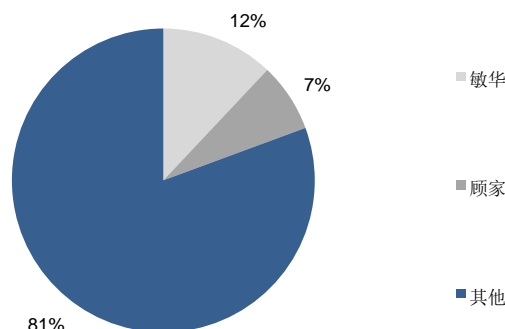
床具、沙发市场集中度对比发达国家较分散，未来格局改善头部公司份额有望提升。据我们对床具（床垫+软床）行业空间以及上市公司相关产品的内销收入计算，2021 年我国床具市场 CR4 占比为 20%，其中慕思、喜临门、敏华、顾家家居的市占率分别为 6.7%、5.9%、3.8%、3.3%；而据 FurnitureToday 数据统计，美国床垫市场 CR4 销售份额为 39%，前 15 的床垫企业销售额占比 58%，相比美国床垫市场，我国床垫市场集中度未来空间较大。沙发市场方面，据我们对沙发行业空间以及上市公司相关产品的内销收入计算，我国沙发市场 CR2 市占率约 19%，而美国市场 CR2 市占率为 33%，市场集中度仍有差距。由于床具、沙发标品属性较强，未来床垫龙头有望凭借品牌力、渠道力、供应链等优势实现市场份额持续提升。

图 30：我国床具市场竞争格局



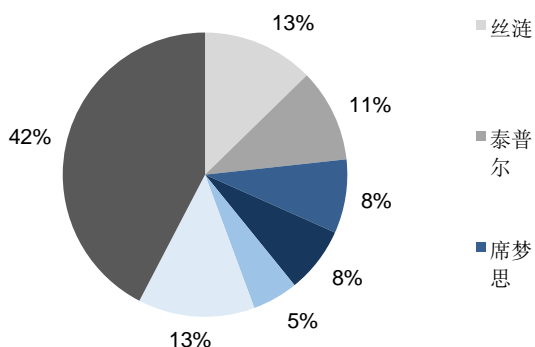
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 31：我国沙发市场竞争格局



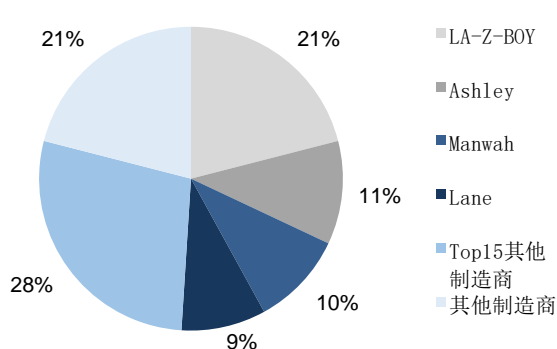
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 32：美国床垫市场竞争格局



资料来源：Furniture Today，信达证券研发中心

图 33：美国沙发市场竞争格局



资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

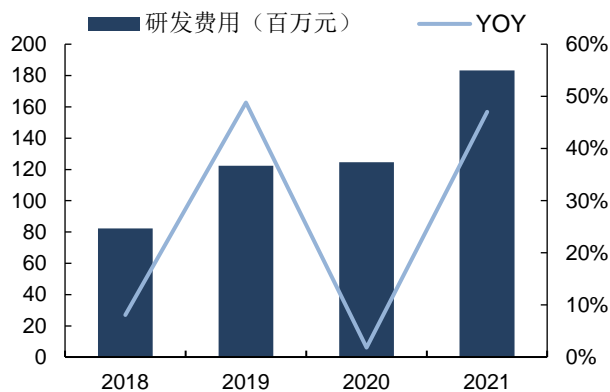
三、渠道品类双驱动助力未来增长

产品、渠道双驱动，推动收入增长。公司聚焦卧室空间，以床垫为主体，持续发力研发创新，不断扩充产品矩阵，积极拓展客厅空间，满足消费者的多样化需求。深耕渠道建设，线下销售渠道门店快速扩张，加盟商体系日益完善，线上平台销售模式推陈出新。此外，公司积极加强与酒店、地产企业合作，自主品牌工程渠道经营稳健。

3.1 丰富多层次产品矩阵，巩固床垫龙头地位

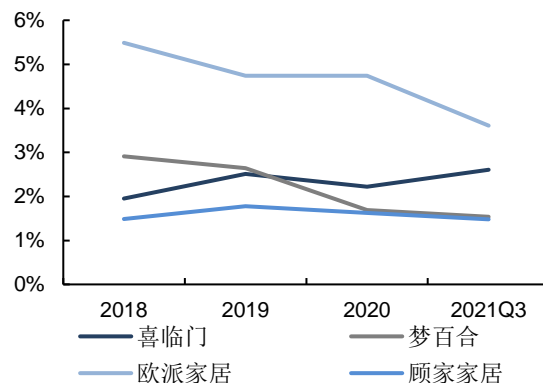
公司聚焦卧室空间，以床垫为主体，持续发力研发创新。2021年，公司研发费用为1.83亿元，同比增长47.05%，多年来研发费用率处于行业领先地位。作为一家国家高新技术企业，专业化的研发组织和一流的硬件设施为公司组织和实施各种创新研发提供了强有力的保障。依托专业的研发团队和技术交流，公司能够及时将最新的科学研究成果产业化，从而加强品牌的竞争优势。经过多年的发展，在不断的研究和实践中公司已取得多项原创性研发成果，截至2021年，公司获得有效专利705项，其中国内专利684项，国际专利21项。

图 34：公司研发投入力度逐年增强



资料来源：Wind，信达证券研发中心

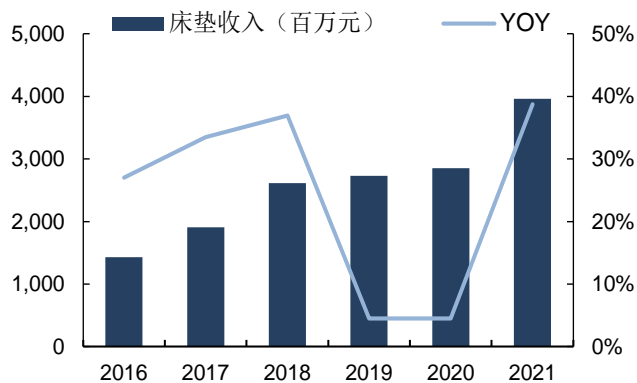
图 35：公司研发费用率处于领先地位



资料来源：Wind，信达证券研发中心

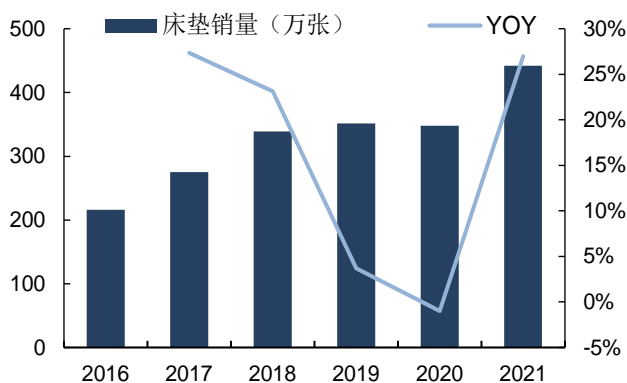
床垫业务持续发展，公司床垫龙头地位不断巩固。在“一个核心—以床垫为核心”的战略方针指引下，公司精耕细作、谋求进取，床垫业务不断发展，2021年床垫收入为39.61亿元，复合增速为22.59%，销量为442.10万张，复合增速为15.39%。销量的提升也带动公司市场份额的提升，2020年公司占床垫行业企业市场的份额为4%，品牌影响力不断加码。

图 36：床垫产品收入稳健



资料来源：Wind，信达证券研发中心

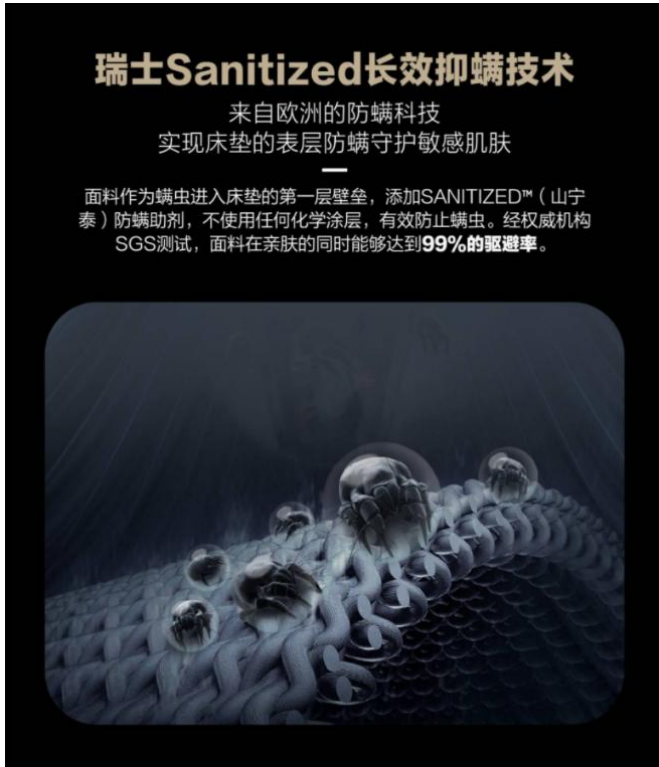
图 37：床垫业务持续发展



资料来源：Wind，信达证券研发中心

扩充和丰富产品矩阵，满足各层次客户的需求，布局智能产品，打造智能睡眠系统。公司持续推进从品质领先向品牌领先的转型，注重品牌的内生培育和层次搭建，扩充和丰富品牌矩阵，形成稳固的品牌金字塔格局以满足各层次客户的品牌需求。同时，公司对现有产品系列“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。此外，公司积极布局智能产品，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。

图 38：自清洁抗菌床垫响应疫情下的市场需求



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 39：智能床垫 Smart 1 提供个性化定制睡眠体验



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

3.2 积极拓展客厅空间，实现客卧双空间品类发展

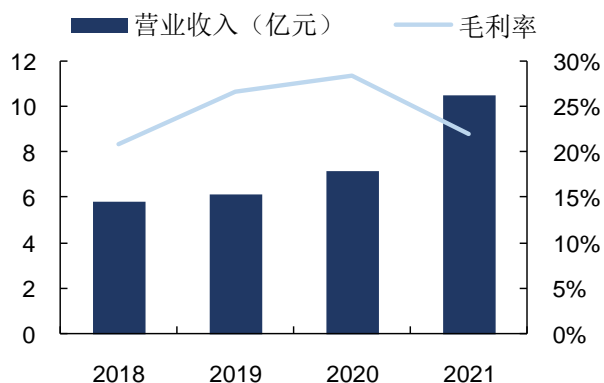
通过收购实现沙发业务飞速发展，完善产品种类。公司于 2016 年，创立“可尚”系列，着手进军沙发业务。2017 年底，公司与夏图公司达成战略合作，收购米兰映像 51% 的股权，以此来完善沙发产品布局。米兰映像拥有中高端的“M&D Milano&Design”系列沙发和“M&D CASA”系列沙发，也与夏图公司共同打造 M&D 品牌。通过此次收购，有效拓展沙发业务的深度，弥补了高端产品邻域的不足，对公司收入提供有力支撑。

沙发业务收入、销量稳健增长，2018-2021 年营业收入复合增速为 21.89%。2018-2021 年毛利率分别为 20.84%/26.60%/28.41%/21.89%。2021 年沙发业务营业收入 10.54 亿元，同比增长 46.88%。

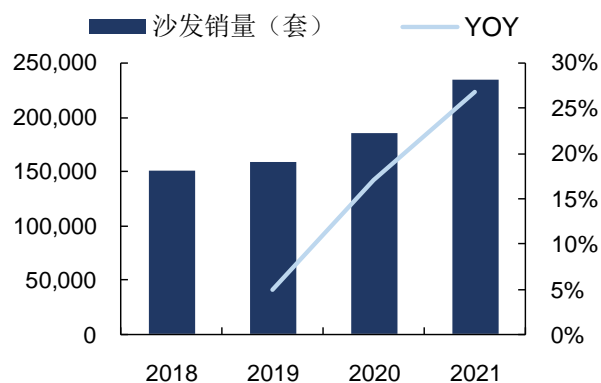
表 2：喜临门沙发品牌类型

品牌	品牌图标	沙发样式	简介
“可尚”系列			该系列沙发以全新概念，重新打造坐拥舒适生活的可心方式。无考究，不舒适；无细节，不极致。融贯东西的三大风尚系列沙发，让“安坐”更可心，让“坐拥”更时尚，坐拥每日舒适生活的真挚礼赞。
“Chateau d'Ax”系列			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。让所有人都有机会阐释白天和夜间的不同心境，营造舒适的家庭氛围。
“M&D Milano&Design”系列			该系列产品包括全头层皮沙发、皮床及意大利原装进口客餐厅家具。产品拥有上乘的品质、高雅经典的原创款式、醇正的意大利设计风格及先进的制造工艺，为客户提供高品质意式家居生活。
“M&D CASA”系列			该系列产品拥有高性价比，人体接触面使用真皮，非接触面使用新型再生材料及仿真皮，旨在兼顾品牌价值及经济价值，用意大利丰富的设计制造经验，为客户提供完美的舒适体验，满足更广泛客户需求。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 40：沙发营业收入逐年提升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 41：沙发销量呈上升趋势


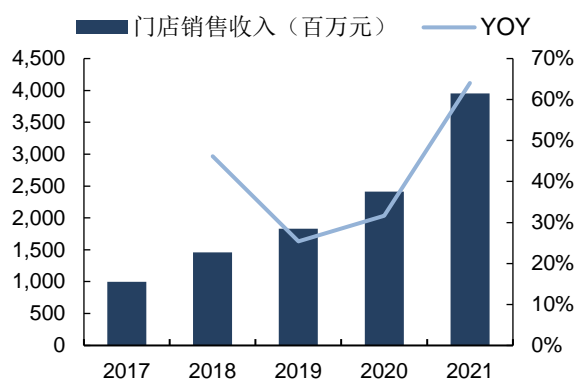
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 优化渠道建设，线下线上双跑道增长

随着公司品牌力逐步提升，加盟商体系日益完善，线下专卖店销售渠道得到快速拓展。公司主要销售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，其中自主品牌零售渠道包括线上平台销售和线下专卖店销售。目前，公司已形成全方位多渠道的线营销网络布局，线下门店销售收入稳健，2021 年为 39.56 亿元，同比 64.02%，2017-2021 年线下门店销售收入复合增速为 41.06%。

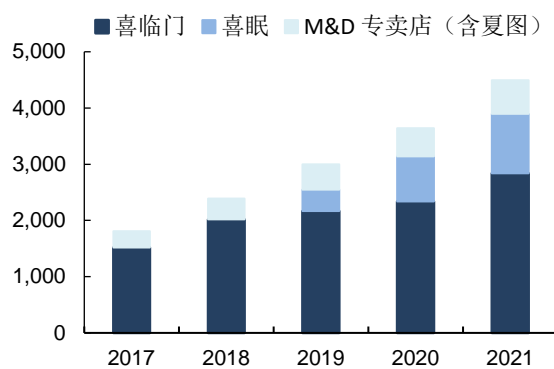
公司与红星美凯龙、居然之家、月星等大型连锁家居卖场建立长期战略合作关系，专卖店数量不断扩张。截止 2021 年，公司拥有 2837 家喜临门专卖店、1062 家喜眠分销专卖店和 596 家 M&D Milano&Design 沙发专卖店（含夏图专卖店）。在营销体系上，公司积极构建“区域、拓展、动销”铁三角，形成前、中、后台组织体系，持续对线下加盟商进行扶持和优化，并优化门店位置，推动门店精致化，赋能加盟商和终端导购，支持加盟商促销活动落地。随着门店的改善扩张，公司对销售终端的控制力逐渐加强，在门店位置、商场资源、联合营销占据优势。

图 42：线下门店销售收入复合增速为 41.06%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

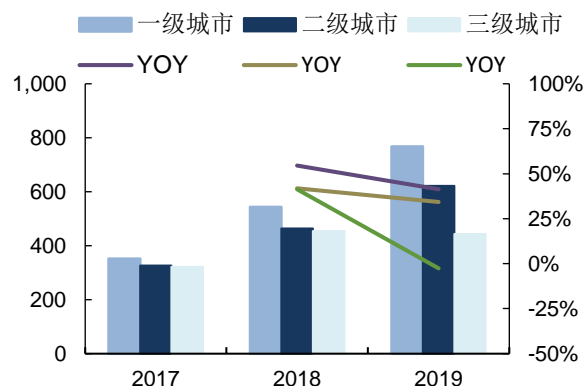
图 43：线下零售渠道快速扩张



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

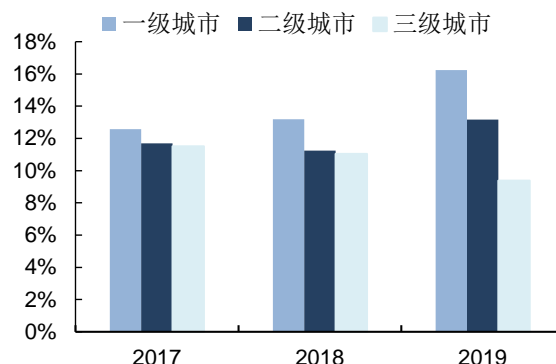
公司抢占先机，推动线下渠道下沉，建立分销体系贴合低线城市的市场需求，助力终端销售。经过多年发展与积累，公司形成了以各大直辖市、省会城市为中心，辐射各地市城市和经济发达的县级城市营销网络体系，挖掘低线城市消费潜力。虽然二、三线城市门店 2017-2019 年营业收入增速较为缓慢，随着公司近两年加大渠道下沉力度，低线城市营业收入和品牌影响力仍有望进一步提升。

图 44：线下销售渠道下沉



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 45：分城市等级收入占比



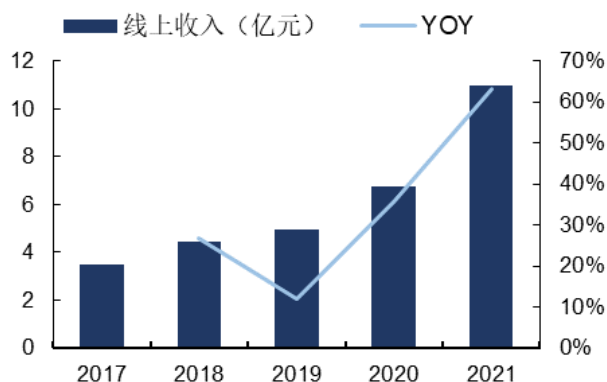
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着公司品牌力逐步提升，线上平台销售模式不断创新，2021 年线上销售收入 10.98 亿，同比增长 63.26%。2017-2021 年，公司线上销售收入分别为 3.50/4.43/4.96/6.73/10.98

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>19

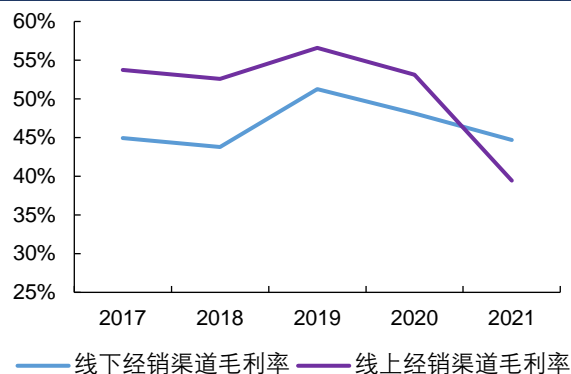
亿元，同比变动+26.62%/+12.08%/35.55%/+63.26%。公司积极开展线上营销策略，与天猫、京东、苏宁易购等核心电商平台形成深度合作，并积极探索互联网新销售模式，不仅在天猫和京东的官方旗舰店开展店铺直播，总裁直播，而且与头部主播深度合作，实现业绩和粉丝的大幅增长。同时提前布局商超、家电、家装等新渠道，简化交易场景，发掘新增量，逐步构建一个以线下专卖店和线上平台为核心，分销店、商超家电店为补充的“1+N”全渠道销售网络。

图 46：2017-2021 年线上销售收入复合增速为 33.12%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

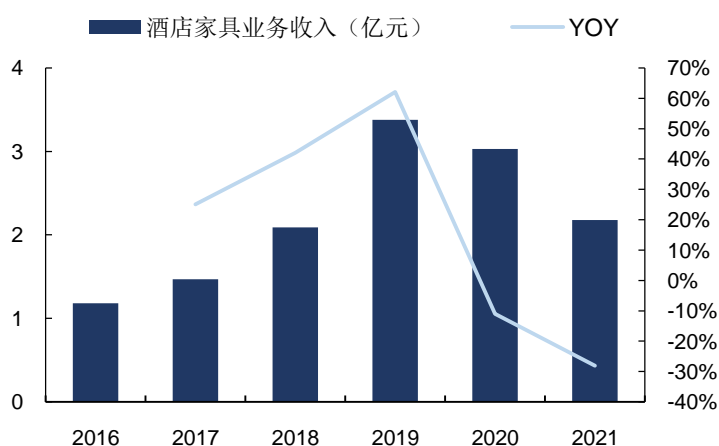
图 47：线上销售平均毛利率为 51.11%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

自主品牌工程渠道主要覆盖酒店、地产业务。自主品牌工程渠道主要合作单位为高星级酒店管理公司、连锁酒店集团、酒店式公寓等客户，同时开拓游轮、军队、学校等新业务渠道，通过与其建立长期、深度合作关系，为其提供床垫、床、其他相关配套产品以及木质家具制作安装工程服务。此外，不断寻求新的合作模式，在增加新建酒店床垫市场份额的基础上，赋能现有酒店升级改造，创造新的市场需求，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。2016-2021 年，公司酒店家具收入分别为 1.18/1.47/2.09/3.38/3.03/2.18 亿，同比变动 25%/+42%/+62%/-11%/-28.05%。2021 主要系公司业务进行战略调整，酒店家具业务收入同比下滑 28.05%。

图 48：2016-2020 年酒店家具业务收入复合增速为 26.59%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

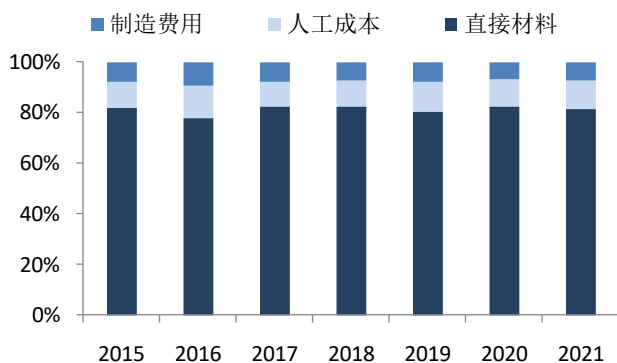
四、投资建议

公司作为国内床垫行业头部企业，近年来持续推进从品质领先向品牌领先的转型，大力发展自主品牌零售业务，随着公司品牌影响力和知名度的提升，已逐步构筑起自主品牌护城河，市场份额快速提升。同时，逐步从单品牌向多品牌迈进，延伸子品牌覆盖更多客户群，沙发品类扩张增强发展新动力。2022 年原材料成本压力有望逐步缓解，叠加费用优化预期，盈利能力存在改善空间。

4.1 成本压力有望逐步趋缓

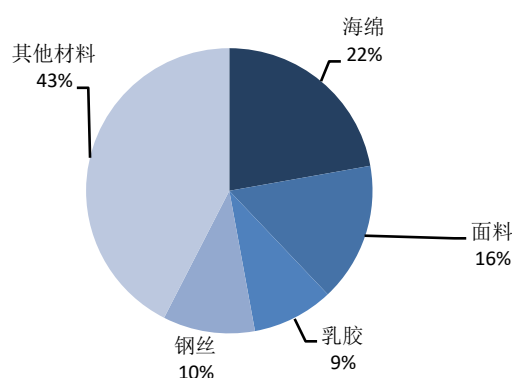
2021 年以来，在原材料价格明显上涨的背景下，公司毛利率有所回落，2Q21/3Q21/4Q21 毛利率分别同比下降 6pct/6pct/1pct。从营业成本构成来看，公司直接材料占成本比重超过 80%，是影响成本最主要的因素；其中，主要直接材料还包括海绵、面料、乳胶、钢丝等，占比分别约 22%、16%、9%、10%，四者合计占直接材料成本比例约 58%。

图 49：直接材料是主要营业成本构成



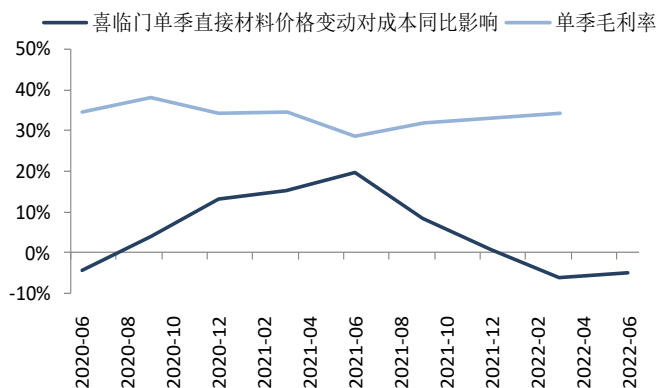
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 50：海绵、面料、乳胶、钢丝是主要材料成本

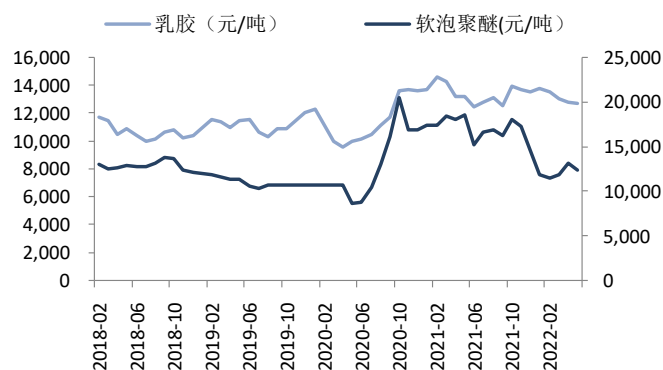


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

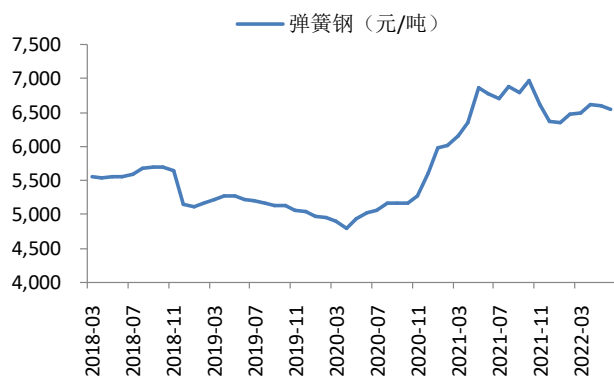
原材料压力高峰在 2Q21-3Q21，一季度毛利率环比已小幅改善。根据公司的直接材料构成，以及主要原材料价格历史走势，我们就原材料价格的变动对营业成本影响进行测算，结果表明：1) 原材料涨价对公司的成本影响始于 2H20，随着原材料价格上行，2Q21-3Q21 成本压力达到高峰。2) 去年四季度以来，随着部分原材料价格涨幅趋缓，公司的成本压力逐步缓解，且得益于去年以来公司已对出厂价格有所调整，1Q22 毛利率环比已小幅改善。随着主要原材料价格同比涨幅收窄，我们预计二季度公司原材料成本压力逐步缓解趋势有望延续。

图 51：原材料成本压力于 1Q22 已逐步改善


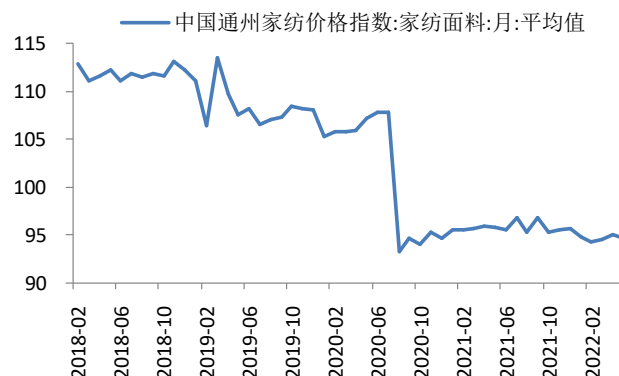
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 52：海绵价格自四季度以来已明显回落


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 53：弹簧钢价格同比已有所回落


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 54：面料价格同比基本稳定


资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.2 盈利预测与投资评级

主要收入预测假设：

1) 假设 2022-2024 年喜临门床垫开店分别 200 家、150 家、100 家、可尚分别开店 300 家、300 家、300 家，喜眠分别开店 300 家、250 家、250 家，M&D 和夏图分别开店 50 家、50 家、50 家；

2) 假设 2022-2024 年 2023-2024 年喜临门主品牌床垫系列单店提货额保持+5%年均提升速度，假设 2022-2024 年喜眠和可尚系列单店提货分别提升 10%、5%、5%，假设 2022-2024 年 M&D 和夏图单店提货额保持+3%年均提升速度；

3) 随着公司线上业务以及国内代工客户的持续开拓，假设 2022-2024 年自主品牌线上业务增速分别同比+35%、+30%、+25%，国内代工业务收入分别同比+30%、+25%、+20%，假设 2022-2024 年自主品牌工程、国际代加工业务收入增速分别稳定在 8%、5%。

综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 93.34 亿元、111.79 亿元、130.79 亿元，同比分别增长 20.1%、19.76%、17.0%。

表 3：收入预测简表

(万元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入合计 (万元)	487, 140	562, 329	777, 184	933, 437	1, 117, 911	1, 307, 902
yoy	15. 68%	15. 43%	38. 21%	20. 10%	19. 76%	17. 00%
一、自主品牌零售	248, 318	313, 576	517, 400	640, 232	788, 765	942, 130
yoy		26. 28%	65. 00%	23. 74%	23. 20%	19. 44%
1. 1 线下业务	187, 670	247, 030	407, 600	491, 968	596, 021	701, 201
yoy		31. 63%	65. 00%	20. 70%	21. 15%	17. 65%
其中：喜临门&喜眠	140, 455	194, 153	342, 705	416, 429	511, 951	608, 157
yoy		38. 2%	76. 5%	21. 5%	22. 9%	18. 8%
M&D	47, 216	52, 877	64, 895	75, 539	84, 070	93, 045
yoy	25. 8%	12. 0%	22. 7%	16. 4%	11. 3%	10. 7%
1. 2 线上业务	49, 630	67, 272	109, 825	148, 264	192, 743	240, 929
yoy	12. 1%	35. 5%	63. 3%	35%	30%	25%
二、自主品牌工程	57, 408	42, 909	46, 963	50, 720	54, 777	59, 160
	24. 9%	-18. 0%	9. 4%	8%	8%	8%
三、代加工业务	182, 330	178, 470	212, 842	242, 485	274, 369	306, 612
yoy		2. 8%	19. 3%	13. 9%	13. 1%	11. 8%
国内代工	53, 248	52, 055	76, 000	98, 800	123, 500	148, 200
yoy		-2. 2%	46. 0%	30%	25%	20%
国际代工	129, 082	126, 500	136, 842	143, 685	150, 869	158, 412
yoy		-2. 0%	8. 2%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率和费用率假设：1) 假设 2022-2024 年喜临门系列由于业务结构变化影响毛利率稳定略降，分别为 40.3%、39.3%、38.8%，假设 2022-2024 年 M&D 和夏图、以及非品牌业务毛利率基本稳定，对应 2022-2024 年综合毛利率分别约 31.5%、31.3%、31.4%。2) 假设 2022-2024 年销售费用率随着规模效应稳定略降、管理费用率&研发费用率基本稳定。3) 假设 2022-2024 年无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。

综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.98 亿元、8.39 亿元，10 亿元，同比分别增长 25%、20.1%、19.2%。

表 4：利润预测简表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4, 871	5, 623	7, 772	9, 334	11, 179	13, 079
%增长率	15. 7%	15. 4%	38. 2%	20. 1%	19. 8%	17. 0%
营业成本	3, 178	3, 725	5, 285	6, 392	7, 675	8, 978
%销售收入	65. 2%	66. 2%	68. 0%	68. 5%	68. 7%	68. 6%
毛利	1, 693	1, 898	2, 487	2, 943	3, 504	4, 101
%销售收入	34. 8%	33. 8%	32. 0%	31. 5%	31. 3%	31. 4%
销售费用	812	907	1, 194	1, 434	1, 706	1, 983
%销售收入	16. 7%	16. 1%	15. 4%	15. 4%	15. 3%	15. 2%
管理费用	210	271	314	377	452	529
%销售收入	4. 3%	4. 8%	4. 0%	4. 0%	4. 0%	4. 0%
研发费用	122	125	183	220	264	308

%销售收入	2.5%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用	69	72	52	52	51	53
%销售收入	1.4%	1.3%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	513	437	718	892	1,070	1,274
%增长率	217.7%	-14.8%	64.3%	24.2%	20.0%	19.1%
归属于母公司的净利润	380	313	559	698	839	1,000
净利率	7.8%	5.6%	7.2%	7.5%	7.5%	7.6%
%增长率	186.8%	-17.6%	78.3%	25.0%	20.1%	19.2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

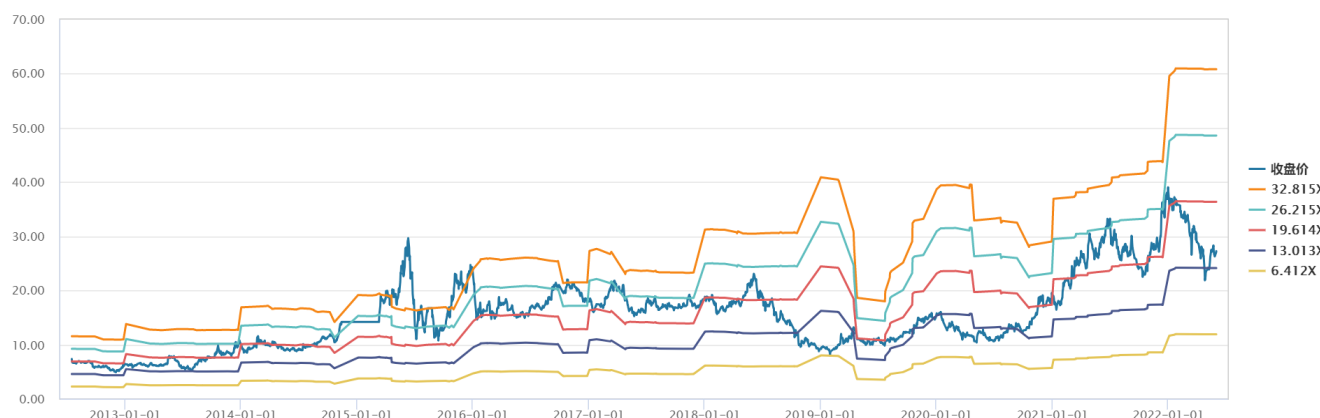
看好公司床垫份额持续提升，品类布局深化，首次覆盖给予“买入”评级。公司作为国内床垫行业头部企业，近年来持续推进从品质领先向品牌领先的转型，大力发展自主品牌零售业务，随着公司品牌影响力和知名度的提升，已逐步构筑起自主品牌护城河，市场份额快速提升。同时，逐步从单品牌向多品牌迈进，延伸子品牌覆盖更多客户群，沙发品类扩张增强发展新动力。2022 年原材料成本压力有望逐步缓解，叠加费用优化预期，盈利能力存在改善空间。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.98 亿元、8.39 亿元，10 亿元，同比分别增长 25%、20.1%、19.2%，目前股价对应 2022 年 PE 为 15x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值表

公司名称	股价	市值	— 归母净利（亿元） —		— PE —		PB	平均 ROE
	2022/6/13	(亿元)	2022E	2023E	22PE	23PE	(MRQ)	2021%
欧派家居	116.08	707.1	31.3	36.5	22.6	19.4	4.8	20.24
索菲亚	20.60	187.9	14.4	15.7	13.1	12.0	3.6	2.08
顾家家居	58.68	371.0	20.0	24.8	18.5	15.0	4.4	22.56
曲美家居	9.36	54.3	4.5	6.2	12.0	8.8	2.6	8.52
梦百合	10.73	52.2	4.1	5.0	12.6	10.4	1.8	-8.53
平均					15.8	13.1	3.4	9.0
喜临门	27.57	106.8	7.0	8.4	15.3	12.7	3.3	18.20

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 55：公司 PE BAND



资料来源：Wind，信达证券研发中心

五、风险因素

地产销售下滑风险：家居板块消费受地产销售影响，若地产销售大幅下滑，家居板块企业收入及利润均将受到较大影响，提示地产销售大幅下滑的风险。

原材料成本大幅上涨风险：原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大，若出现原材料价格大幅上涨的情况，企业盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,118	4,710	6,178	7,810	9,927
货币资金	1,453	1,732	2,667	3,726	5,232
应收票据	109	4	4	5	6
应收账款	745	1,206	1,448	1,734	2,029
预付账款	76	70	85	102	120
存货	799	1,102	1,332	1,600	1,871
其他	1,936	596	641	642	669
非流动资产	2,446	3,602	3,642	3,677	3,706
长期股权投资	15	254	254	254	254
固定资产(合计)	1,631	1,618	1,676	1,720	1,755
无形资产	257	287	287	287	287
其他	542	1,442	1,426	1,416	1,410
资产总计	7,564	8,311	9,820	11,487	13,633
流动负债	4,246	4,281	5,169	6,089	7,344
短期借款	1,410	1,243	1,513	1,715	2,242
应付票据	378	690	834	1,002	1,172
应付账款	1,297	1,665	2,013	2,418	2,828
其他	1,161	683	808	954	1,102
非流动负债	146	645	645	645	645
长期借款	90	430	430	430	430
其他	56	214	214	214	214
负债合计	4,392	4,926	5,813	6,733	7,989
少数股东权益	231	186	244	314	397
归属母公司股东权益	2,941	3,200	3,763	4,440	5,247
负债和股东权益	7,564	8,311	9,820	11,487	13,633

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,623	7,772	9,334	11,179	13,079
同比(%)	15.4%	38.2%	20.1%	19.8%	17.0%
归属母公司净利润	313	559	698	839	1,000
同比(%)	-17.6%	78.3%	25.0%	20.1%	19.2%
毛利率(%)	33.8%	32.0%	31.5%	31.3%	31.4%
ROE%	10.7%	17.5%	18.6%	18.9%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	0.81	1.44	1.80	2.17	2.58
P/E	34.08	19.12	15.30	12.73	10.68
P/B	3.63	3.34	2.84	2.41	2.04
EV/EBITDA	14.63	10.92	10.62	8.30	6.34

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,623	7,772	9,334	11,179	13,079
营业成本	3,725	5,285	6,392	7,675	8,978
营业税金及附加	41	53	64	76	89
销售费用	907	1,194	1,434	1,706	1,983
管理费用	271	314	377	452	529
研发费用	125	183	220	264	308
财务费用	72	52	52	51	53
减值损失合计	-19	6	0	0	0
投资净收益	-6	43	51	62	72
其他	-22	-21	45	53	63
营业利润	437	718	892	1,070	1,274
营业外收支	-10	-11	-8	-8	-8
利润总额	427	707	884	1,062	1,266
所得税	76	102	127	153	182
净利润	351	605	757	909	1,083
少数股东损益	38	47	58	70	83
归属母公司净利润	313	559	698	839	1,000
EBITDA	735	991	957	1,121	1,314
EPS(当年)(元)	0.81	1.44	1.80	2.17	2.58

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	740	704	981	1,198	1,355
净利润	351	605	757	909	1,083
折旧摊销	186	271	109	115	121
财务费用	74	69	74	83	98
投资损失	6	-43	-51	-62	-72
营运资金变动	53	-237	85	145	117
其它	70	38	8	8	8
投资活动现金流	-98	-335	-107	-96	-86
资本支出	-158	-490	-158	-158	-158
长期投资	69	44	0	0	0
其他	-9	112	51	62	72
筹资活动现金流	-69	-247	61	-43	236
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	1,890	1,944	270	203	527
支付利息或股息	-113	-184	-209	-245	-291
现金流净增加额	573	122	935	1,059	1,505

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。