

喜临门（603008）：床垫龙头品牌 势能向上，渠道品类拓展成长可期

2022 年 12 月 30 日

推荐/首次

喜临门

公司报告

喜临门是床垫领军企业，增长迅速。公司在床垫领域深耕近四十年，代工起家，逐步开拓自有品牌，目前喜临门品牌已是床垫行业领军品牌。**分品类看**，床具为核心业务，收入占比超 80%，此外还有沙发、酒店家具等业务。**分渠道看**，自有品牌快速发展推动经销及电商渠道收入占比超 60%，其中喜临门品牌增长靓丽，收入 4 年 CAGR 超 30%。自有品牌的发展，叠加影视业务的剥离，推动公司近两年收入利润均实现较快增长。公司控股权稳定，员工激励充足。2021 年发布了股权激励计划，业绩目标为收入 3 年 CAGR 达 23%，利润 3 年 CAGR 达 29%，展示出公司对自身发展的信心。

床垫市场规模持续扩容，集中度提升可期。床垫市场规模快速提升，5 年 CAGR 超过 12%，随着消费者年轻人占比提高、收入水平提升以及对睡眠健康愈加重视，产品升级+更换频次加快有望持续推动市场扩容。集中度方面，2020 年我国床垫市场 CR5 仅为 16%，远低于美国市场的 51%。其中喜临门为国内份额第一，份额为 4.4%，仍有巨大提升空间。床垫关系到睡眠健康，具备较强功能性，容易形成品牌效应，助推行业集中度提高。渠道特点方面，床垫相对其他家具品类，产品标准化程度高且无需安装，因此线上渠道占比高；另一方面，床垫也有较强的线下体验属性。具备较强线上线下双重运营能力的公司，有望在行业内建立优势。

强化产品，发力营销，打造床垫国民品牌。公司持续关注消费趋势，根据市场情况推出新品，在智能床垫等领域也进行率先布局。公司重视研发，拥有省级重点企业研究院，研发费用率位居行业前列，有效保证产品力。营销端，公司积极拥抱年轻客群，通过赞助热门综艺、采用年轻代言人、大力推动直播、种草等方式打造品牌年轻化形象；公司每年发布中国睡眠指数报告，并通过与体育领域合作，不断强化自身专业性形象。公司广告投放费用近几年仍在提升，持续大力且目标明确的销售费用投放下，我们看好公司品牌影响力不断提升，助力份额提高。

渠道拓展+品类延伸，自有品牌业务持续增长。喜临门在电商渠道优势显著，份额多年保持行业第一。公司积极拥抱线上新流量入口，同时持续进行营销创新，持续深化推进品牌转型升级。线上资源持续投放，未来费效比有望随规模提升，我们看好公司电商业务保持优势。**线下渠道**，公司高速拓展门店，2022 年前三季度在行业压力下门店净开 691 家，同时店均提货额稳步提高。多产品系列、多品牌打开开店空间，多品牌加密+下沉市场覆盖下，公司门店数量仍有近翻倍的空间，开店速度有望保持高水平。**在品类上**，核心床垫业务持续发力的同时，第二销售增长曲线开始发力——软床、沙发品类规模的快速提升，通过全面覆盖卧室空间，增长空间广阔。通过推进套系化销售，客单价持续提升。**大宗业务**预计将保持稳健发展，原材料价格稳定下利润率已逐步回升。公司八大产能基地遍布全国，提高配送效率同时降低成本，是业务高速拓展的坚实后盾。

盈利预测及投资评级：喜临门是国内床垫行业中份额第一的品牌，品牌影响力与产品力兼具。近两年快速拓展线上线下渠道，推动业绩端高速增长。国内床垫行业规模持续增长，集中度对比美国仍有数倍提升空间，喜临门有望

公司简介：

喜临门专注于设计、研发、生产和销售以床垫为核心产品的高品质客卧家具，主要产品包括床垫、床、沙发及其他配套客卧家具。已形成以“喜临门”品牌为核心，多风格多层次的体系以满足不同消费者个性化需求，旗下系列主要包括“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“喜眠”及“可尚”，以及意大利沙发品牌夏图、M&D 等。

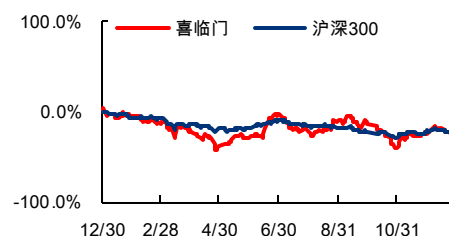
资料来源：公司公告

发债及交叉持股介绍：无

交易数据

52 周股价区间（元）	39.03-21.85
总市值（亿元）	111.07
流通市值（亿元）	111.07
总股本/流通 A 股（万股）	38,742/38,742
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.63

52 周股价走势图



资料来源：iFind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

通过渠道拓展及价格带延伸，充分享受集中度提升趋势。同时公司积极推动套系化销售，开拓软床、沙发及墙体衣柜品类，打开未来成长空间。我们预计公司 2022-2024 年实现营收 89.07、106.70、124.93 亿元，归母净利润为 6.07、8.63、10.50 亿元，对应的 PE 分别为 18.29、12.88、10.58，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：地产回暖不及预期，原材料价格大幅波动，疫情冲击超预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,623.29	7,771.84	8,906.77	10,669.61	12,492.82
增长率（%）	15.43%	38.21%	14.60%	19.79%	17.09%
归母净利润（百万元）	313.40	558.75	607.14	862.54	1,050.27
增长率（%）	-17.61%	78.29%	8.66%	42.07%	21.76%
净资产收益率（%）	10.66%	17.46%	15.88%	19.45%	20.27%
每股收益(元)	0.80	1.45	1.57	2.23	2.71
PE	36.80	20.30	18.29	12.88	10.58
PB	3.88	3.56	2.91	2.51	2.14

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 喜临门：床垫行业领军企业	4
1.1 从床垫代工走向自主品牌，保持高速增长	4
1.2 控股权稳定，员工激励充足，助力公司快速发展	6
2. 床垫市场快速发展，品牌集中度提升可期	7
2.1 床垫市场规模持续提升，消费年轻化助力产品升级+更换频次提高	7
2.2 床垫行业集中度提升空间广阔	8
2.3 床垫线上线下渠道齐发展	9
3. 强化产品，发力营销，打造床垫国民品牌	10
3.1 产品力持续强化，夯实品牌形象	10
3.2 营销大力投入，持续扩大品牌影响力	11
4. 自主品牌零售业务为核心，渠道拓展+品类延伸推动增长	12
4.1 自主品牌零售业务：线上线下同步开拓，套系化销售打开增长空间	12
4.2 大宗业务：稳步推进，利润率回升可期	16
4.3 产能：八大生产基地辐射全国，提效降本助力业务拓展	16
5. 盈利预测与投资评级	17
5.1 盈利预测	17
5.2 投资评级	18
6. 风险提示	18

插图目录

图 1： 公司收入按品类拆分	5
图 2： 各品类毛利率	5
图 3： 公司收入按渠道拆分	5
图 4： 各销售渠道毛利率	5
图 5： 营业收入持续增长	6
图 6： 净利润受影视业务拖累有所波动	6
图 7： 股权结构图（截至 2022Q3）	6
图 8： 床垫行业市场规模快速增长	7
图 9： 床垫需求量快速增长	7
图 10： 床垫消费者结构以 90 后为主	8
图 11： 调研显示国内 5 年以上更换比例近 50%	8
图 12： 2020 年国内床垫市场集中度较低	9
图 13： 2020 年美国床垫市场集中度趋于稳固	9
图 14： 消费者关注的决策因子	9
图 15： 床垫消费渠道占比（美凯龙调研）	10
图 16： 床垫消费渠道占比（天猫调研）	10
图 17： 研发费用率在行业内处于前列	11

图 18: 专利数量持续增长	11
图 19: 公司赞助多档综艺节目	11
图 20: 年轻消费者占比提升	11
图 21: 《中国睡眠研究报告 2022》发布	12
图 22: 销售费用及费用率情况	12
图 23: 广告及业务宣传费用及费用率情况	12
图 24: 线上收入增势迅猛	13
图 25: 电子商务费快速提升	14
图 26: 门店收入增势迅猛	14
图 27: 门店数量	15
图 28: 店均提货额（万元）	15
图 29: 软床及配套品收入及增速	16
图 30: 沙发收入及增速	16
图 31: 大宗业务拆分收入情况	16
图 32: 大宗业务拆分毛利率情况	16
图 33: 产能基地布局	17
图 34: 运输费用率保持下降态势	17

表格目录

表 1: 喜临门发展历程	4
表 2: 股权激励业绩考核要求（营收、利润完成其一即可）	7
表 3: 各类床垫产品优缺点	8
表 4: 床垫主要系列价格带	15
表 5: 盈利预测表	17

导语：作为紧密关乎睡眠质量的重要产品，床垫一直是我們看好的家具品类，行业规模及集中度均有提升空间。喜临门近两年抓住行业机遇大力发展自有品牌业务，当前已成为国内床垫份额第一。公司深耕床垫行业的三十余年积淀出产品力，持续营销投入及对消费者的理解建立起品牌影响力，喜临门国民品牌形象已初步形成。展望未来，持续快速的渠道拓展以及套系化销售下品类的扩张，打开增长空间，喜临门前方仍有星辰大海。

1. 喜临门：床垫行业领军企业

1.1 从床垫代工走向自主品牌，保持高速增长

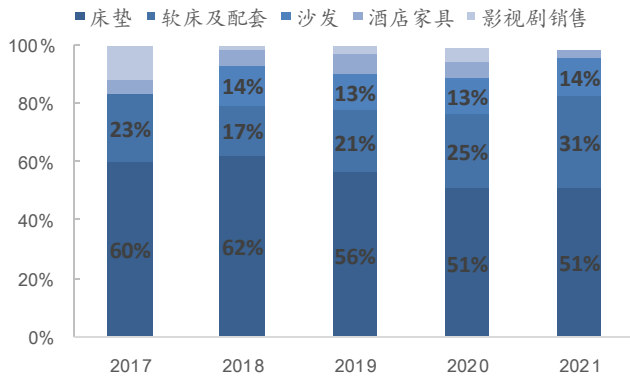
喜临门深耕床类产品多年，当前已成为行业领跑品牌之一。公司董事长陈阿裕先生于 1984 年开始创业，喜临门于 1992 年进入公司化运营阶段，公司累计在床类产品领域深耕已近四十年。公司以床垫代工业务起家，2002 年公司即成为宜家床垫供应商，2008 年公司获得了高新技术企业认证。2012 年上市以来，公司持续开拓自主品牌，同时将品类由床垫逐步延伸至软床及沙发业务。目前公司已连续六年获得 C-PBI 中国床垫行业品牌榜单第一名，喜临门已成为床垫行业领军品牌。

表1：喜临门发展历程

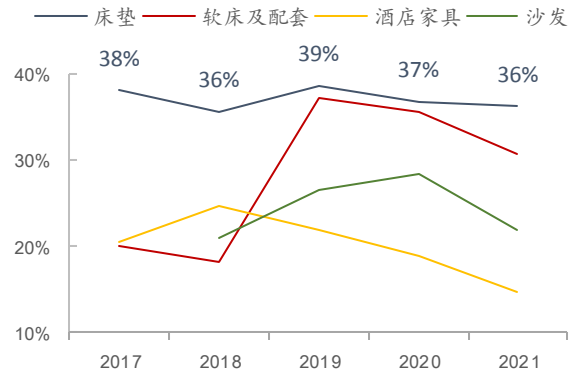
年份	事件
1984	喜临门董事长陈阿裕先生白手起家创业
1992	喜临门进入公司化运营阶段
1996	成功研制出第一张超声波袋装弹簧床垫
2000	第一条全自动床垫生产流水线投入使用
2002	成为宜家亚太地区重要的床垫、床托供应商
2008	获得高新技术企业认证
2012	公司于 A 股主板上市，股票代码 603008
2018	成为国内床垫行业省级重点企业研究院 以家居用品行业品牌身份成为 2018CCTV 国家品牌计划行业领跑者
2020	发布智能床垫首款产品 Smart 1

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

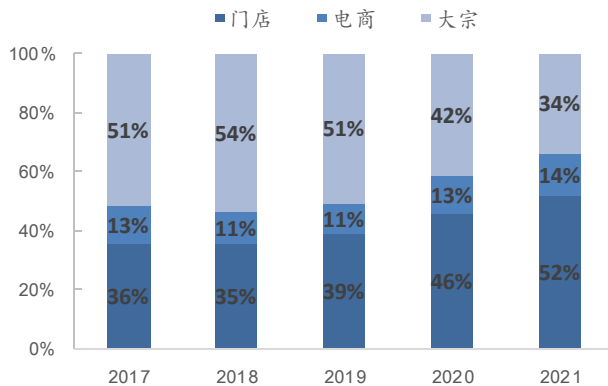
床垫为公司核心品类，自有品牌快速发展。分品类来看，公司以床垫品类为核心业务，收入占比持续保持在 50% 以上。近年来随着公司品类的拓展，软床及配套和沙发品类收入增速较高，占比有所提升。公司在 2021 年初完成对影视业务子公司晟喜华视 60% 股权的出售，影视业务不再并表，实现初步的剥离。床垫作为公司核心品类，毛利率水平最高，因为多品类销售的折扣主要体现在其他品类，以维持床垫的调性。**分渠道来看，**门店及电商渠道的收入占比近两年快速提高，公司由大宗业务主导向自有品牌零售业务主导转变。自主品牌零售业务包括门店及电商渠道收入占比达 66%，毛利润占比超 90%，已是公司核心业务也是增长主要驱动力。其中喜临门主品牌增长最为靓丽，4 年复合增长率超过 30%，其他品牌包括夏图、M&D。毛利率方面，各渠道以及各品类的毛利率在 2021 年均有回落，此前基本保持平稳，主要因原材料价格的大幅上涨导致。今年公司提价效果显现且原材料价格回落，公司前三季度整体毛利率已有明显回升。

图1: 公司收入按品类拆分


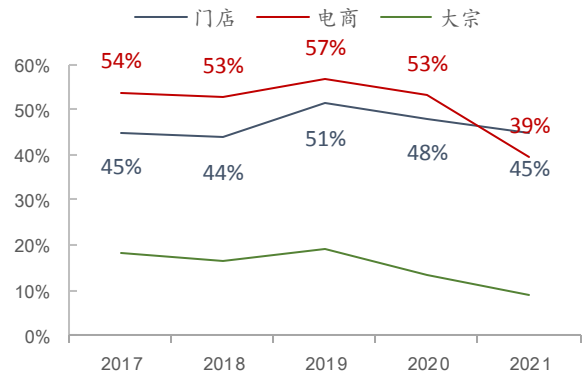
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 各品类毛利率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图3: 公司收入按渠道拆分


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图4: 各销售渠道毛利率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

收入端稳健增长, 利润端波动较大, 当前已重回增长。在公司品牌化及品类拓展的助推下, 近年来公司收入实现持续增长, 今年前三季度在地产下行及疫情的压力下, 收入端仍保持增长。利润端近年来波动较大, 其中在 2018 年呈现大幅亏损, 主要因影视业务 2018 年亏损, 产生商誉减值 2.88 亿元, 叠加中美贸易战、地产竣工下滑等因素影响家居主业。2019 年公司进行组织架构变革, 引进优质经销商, 推出喜眠品牌助力渠道下沉等措施, 业绩逐步转好; 2021 年公司完成对影视业务的初步剥离, 回归家居主业, 2021 年后利润端出现显著改善。

图5：营业收入持续增长

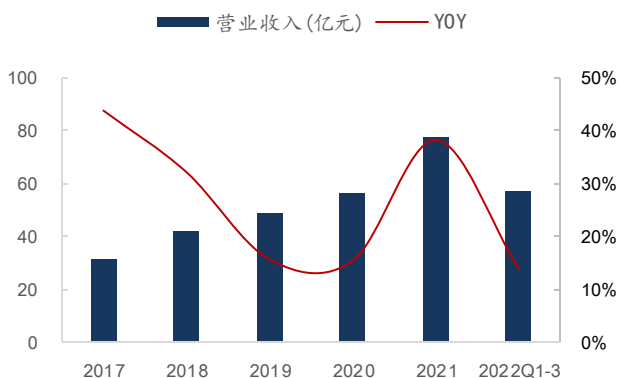
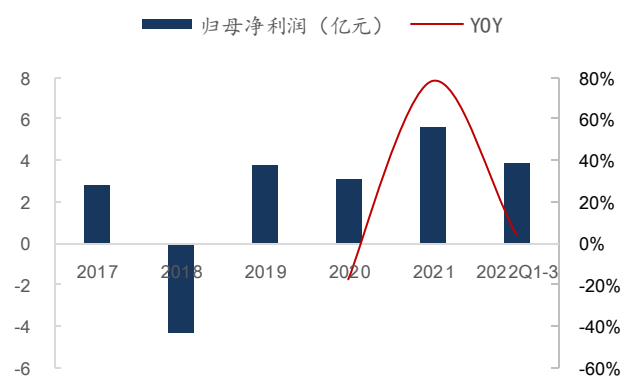


图6：净利润受影视业务拖累有所波动



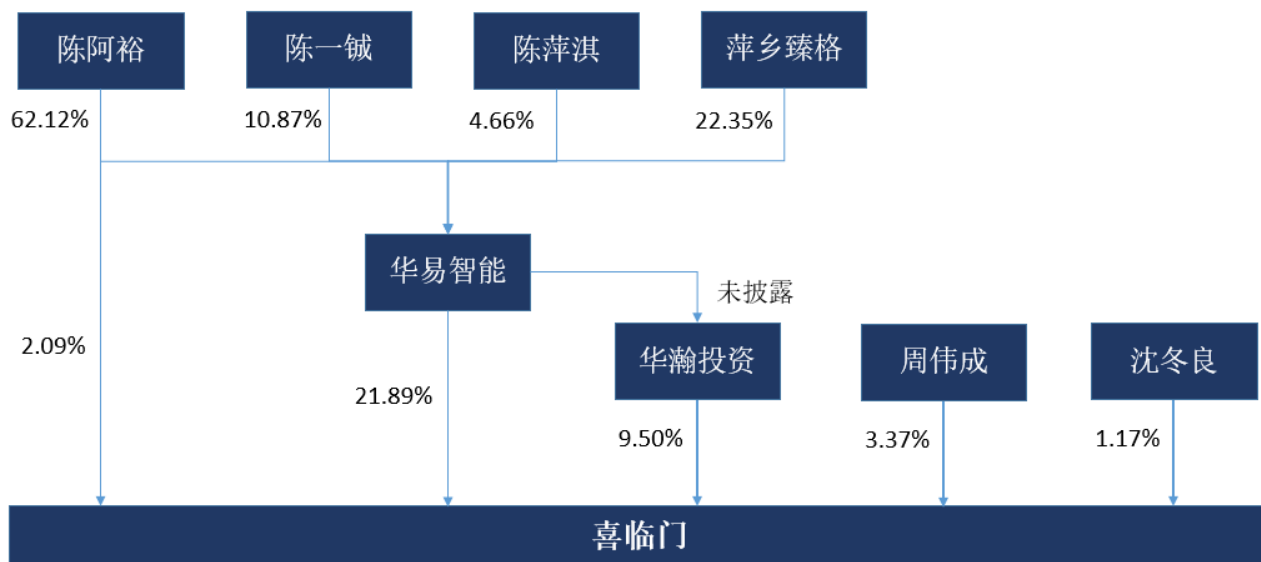
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 控股权稳定，员工激励充足，助力公司快速发展

控股权较为稳定。公司实控人陈阿裕先生与华易智能、华瀚投资为一致行动人，合计控股 33.48%，控股权较为稳定。根据公司三季报披露，公司前十大股东中，周伟成先生为控股子公司晟喜华视董事长，持股 3.37%；沈冬良先生为公司上任副董事长，持股 1.17%，其余均为财务投资者。

图7：股权结构图（截至 2022Q3）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

员工激励充分，业绩高目标彰显公司发展信心。公司注重对员工的激励，在 2015 年、2017 年分别推出员工持股计划、股权激励计划，另外在 2021 年底同时推出了股权激励计划和员工持股计划。其中 2021 股权激励计划约占总股本 1.03%，对象为中层管理人员、核心技术骨干等共计 167 人；员工持股计划约占总股本 1.75%，对象为董事、监事、高管等共计 42 人。核心员工覆盖面较广，公司充分调动其主动能动性。激励和持股计划的业绩考核目标为：收入 3 年 CAGR 为 23%，利润 3 年 CAGR 为 29%，完成其一即可。目标较高，反映出公司对自身高速发展的信心。

表2：股权激励业绩考核要求（营收、利润完成其一即可）

项目	2022	2023	2024
营业收入（亿元）	93.34	116.96	146.20
较2020年增速	66%	108%	160%
折合同比增长	20%	25%	25%
净利润（亿元）	7.15	9.25	12.07
较2020年增速	128%	195%	285%
折合同比增长	28%	29%	31%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

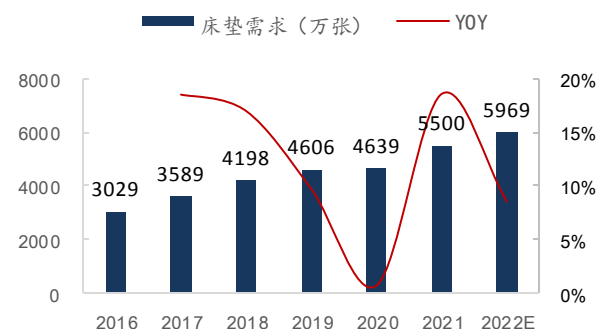
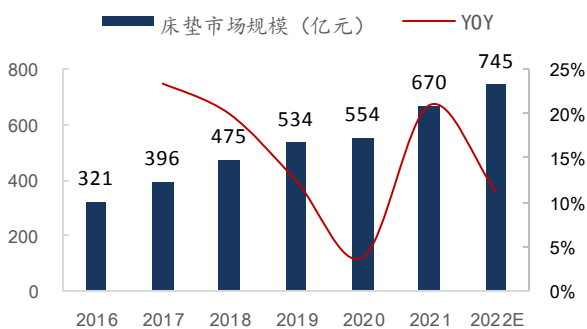
2. 床垫市场快速发展，品牌集中度提升可期

2.1 床垫市场规模持续提升，消费年轻化助力产品升级+更换频次提高

床垫市场规模持续快速增长，产品升级+更换频次双因素拉动。床垫市场规模由2016年的321亿元提升到2021年的670亿元，CAGR达到12.10%，近年来增速未有下降，继续保持较高水平。我们认为床垫行业规模的提升是由产品升级和更换频次加快两方面带来的。产品升级方面：中国消费者偏爱硬板床，对厚床垫接受度不高，随着对床垫舒适度和功能性的重视度提高，消费者逐渐由无床垫或薄床垫向厚床垫升级。根据CSIL的统计，发达国家床垫渗透率达到85%，而中国床垫渗透率仅60%，尚有较大提升空间。更换频次方面：软体家居使用一定年份后可能会出现塌陷和细菌滋生的情况，床垫与人接触时间长且更换方便，因此床垫更换频次也在逐渐提升。在上述两个因素共同影响下，我们认为床垫市场规模未来仍会继续保持较快增速。

图8：床垫行业市场规模快速增长

图9：床垫需求量快速增长



资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

床垫材质多样，不同材质搭配可满足多种需求。床垫一般由面料层、填充层和支撑层三部分构成。面料层是床垫的最外层；填充层一般由乳胶、海绵、棕榈等组成，软硬度不同，用于提升床垫的舒适性；支撑层多由弹簧组成，用于提升床垫的稳定性和支撑性。床垫种类根据支撑层进行划分，根据CSIL统计，弹簧床垫是全球和我国市场份额中最大的种类，份额超60%。优质床垫在静音性、抗干扰性等方面有较好表现，不同材质床垫可满足不同的睡感需求，定制床垫还能分区设置不同的软硬度，以满足消费者舒适、护脊等需求。床垫直接关系到睡眠质量、脊柱健康，影响着消费者的精神状态与身心健康。随着人民生活水平的提高，我们看好床垫渗透率提高以及产品持续升级。

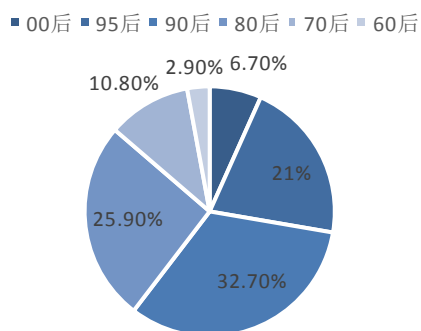
表3：各类床垫产品优缺点

床垫种类	主要材料	睡感	优点	缺点
弹簧床垫	弹簧、棕垫、动物毛羽、乳胶、记忆棉、海绵等	软硬适中	均匀承重；承托性好	睡感偏硬；弹簧用久易变形
乳胶床垫	天然乳胶或人工乳胶	软	透气性好、睡感柔软	支撑性较差；耐用性较差；价格较高
海绵床垫	海绵	软	价格适中	承托性差，易塌陷
记忆棉床垫	慢回弹太空棉	软	睡感柔软，材料根据温度和压力产生变化，包裹性好	支撑性较差；易变形；产品容易变硬；价格较高
棕榈床垫	椰棕或山棕纤维及少量化纤	硬	承托性好，适合腰椎间盘突出患者	制造过程可能用到醛类粘合剂，不环保；植物纤维材质，易生虫；易变形
其他材料床垫	3D、太空树脂球等其他材料	软硬适中	承托性好、透气	价格较高

资料来源：慕思股份招股说明书，东兴证券研究所

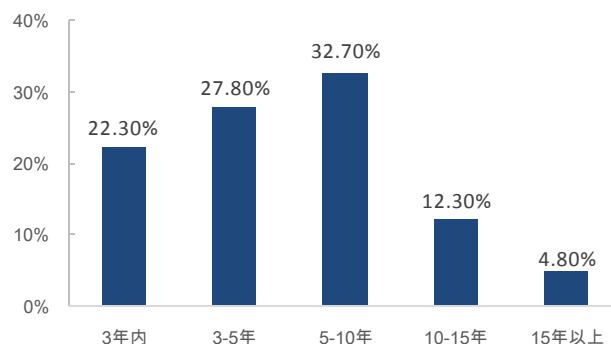
年轻消费者成消费主力，行业规模扩容可期。美凯龙调研数据显示，床垫消费者群体中“90后”占比已接近60%，成为床垫消费主力。90后成长于一个物质条件相对富足的时代，普遍对于生活品质有较高的追求，注重悦己消费与健康养生。床垫作为与睡眠质量息息相关的家具品类，容易在家具中得到较高的消费优先级，产品平均单价与更换频次均有望持续提升。国内床垫更换间隔较长，根据美凯龙调研，国内消费者中近50%更换频次超过5年，而美国70%家庭床垫更换频次在3年左右，未来尚有较大提升空间。

图10：床垫消费者结构以90后为主



资料来源：《2021床垫新消费趋势报告》红星美凯龙，东兴证券研究所

图11：调研显示国内5年以上更换比例近50%

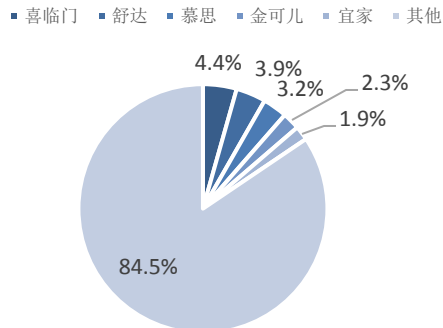


资料来源：《2021床垫新消费趋势报告》红星美凯龙，东兴证券研究所

2.2 床垫行业集中度提升空间广阔

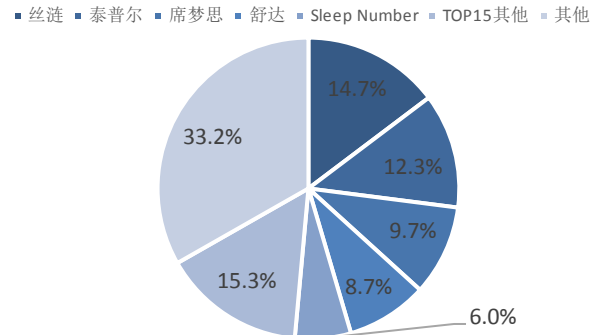
国内床垫集中度对比美国提升空间广阔。根据统计，2020年我国床垫市场CR5仅为16%，远低于美国市场的51%，提升空间巨大。其中喜临门在国内份额排名第一，为4.4%，已实现对众多海外品牌的超越。同时喜临门份额对比美国头部企业来看，仍有数倍提升空间。床垫存在众多如舒适、护脊、除螨等不易量化的功能，头部品牌更容易寻找营销点，提高品牌影响力。同时国内头部品牌厂商拓店迅速，持续承接需求扩张。在品牌拉动和渠道承接两方面作用下，我们认为床垫市场集中度将逐步提升，未来发展空间较大。

图12：2020 年国内床垫市场集中度较低



资料来源：Euromonitor，华经产业研究院，东兴证券研究所

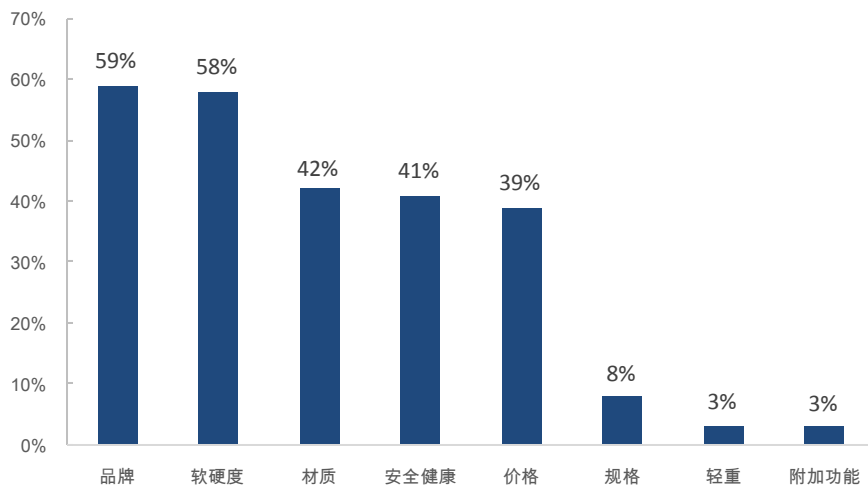
图13：2020 年美国床垫市场集中度趋于稳固



资料来源：FurnitureToday，东兴证券研究所

床垫功能性较强，有望形成品牌力。床垫紧密关乎睡眠健康，具备强功能性，消费者对品质会有较高的要求。居民收入的提高以及年轻消费群体崛起等因素，会推动居民消费观念的转变，价格不再是唯一考虑的因素，消费者也会愈发注重产品品质。品牌对品质有很强背书作用，对品质的关注有望转换成对品牌的信赖。根据美凯龙调研，品牌已经成为消费者关注的最重要决策因子之一。品牌力的持续提升，有望推动集中对不断提高。

图14：消费者关注的决策因子



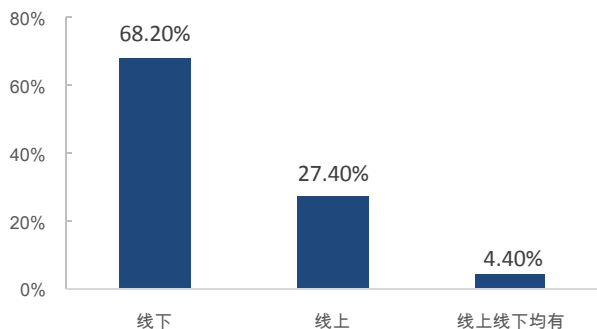
资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》红星美凯龙，东兴证券研究所

2.3 床垫线上线下渠道齐发展

床垫线上销售占比高，需要企业具备不同于线下销售的运营能力。国内电商渠道已发展较为成熟，消费者接受度高，快递网络覆盖面广。床垫品类具有较高的产品标准化程度，并且不需要线下安装，适配线上销售。天猫与美凯龙的调研结果分别显示床垫线上占比分别为 53.3%、31.8%（两公司分别作为线上线下渠道龙头，存在视角差异导致结果有差别，但可反映出床垫销售线上占比至少在 30% 以上），线上已成为床垫重要的销售渠道。线上销售相比于线下不直接面对消费者，这也需要品牌具备与线下销售不同的特质：一方面线上难以通过对话获取消费者需求，企业需要具备更强的消费者洞察能力；另一方面因缺少导购的营销，企业也需要具备强大的线上营销能力。同时线上店铺难以全面快速地展现品类，企业要具备精简 SKU、店铺装饰等线

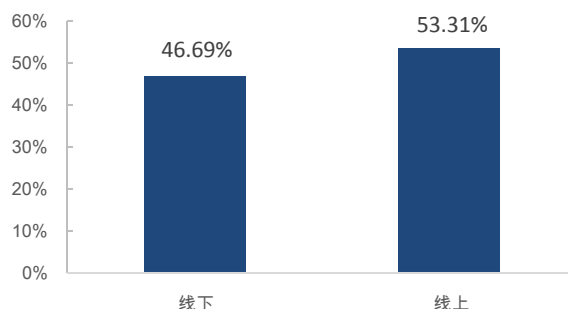
上店铺运营能力。综合来看, 电商已成床垫销售重要渠道, 把握渠道变革机会需要企业具备不同于线下的运营能力。

图15: 床垫消费渠道占比(美凯龙调研)



资料来源:《2021床垫新消费趋势报告》红星美凯龙, 东兴证券研究所

图16: 床垫消费渠道占比(天猫调研)



资料来源:《天猫2021床垫白皮书》天猫, 东兴证券研究

具备线上线下综合运营能力的床垫企业, 有望持续保持优势。线上广告区域覆盖面快, 线上的广告投放以及销量数据有助于消费者迅速建立产品与品牌的认知, 反哺线下销售。另一方面, 床垫也有较强的线下体验属性, 消费者多需要通过试躺感受软硬度后, 才能决定是否购买, 因此线下渠道的布局对于床垫企业仍有至关重要的作用。因线上线下运营有差异, 因此我们认为, 能够实现线下渠道布局全面且具备强大线上销售能力的床垫企业, 有望在行业内持续建立优势。

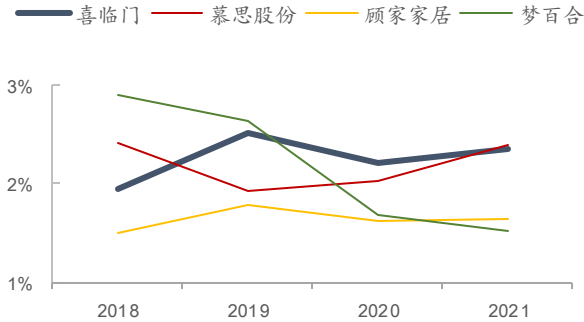
3. 强化产品, 发力营销, 打造床垫国民品牌

3.1 产品力持续强化, 夯实品牌形象

洞悉消费痛点, 持续推出新品。公司持续关注消费趋势, 根据市场情况推出新品。如疫情期间, 公司集中研发力量推出自清洁抗菌床垫, 在全渠道推广; 针对年轻消费者, 公司推出适合租房人群的卷装单品等等。此外, 公司已在智能睡眠领域有所布局, 目前已推出智能床垫 Smart 1, 构建完整的智能睡眠产品体系, 同时已对接华为智慧生活平台, 共同孵化智能睡眠市场。

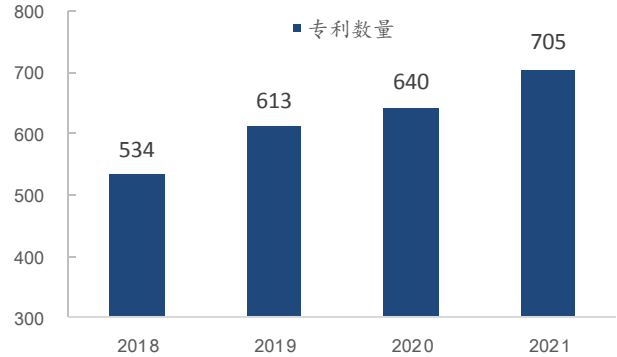
持续研发投入, 有望保持产品力领先。公司重视研发, 是国家高新技术企业, 拥有省级重点企业研究院、省级高新技术研发中心、省级院士专家工作站。公司持续进行研发投入, 与同业相比研发费用率保持较高位置, 推动专利数量逐年增加。公司相比于同业保持较高的研发投入水平, 有望保持自身产品力领先地位。

图17: 研发费用率在行业内处于前列



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图18: 专利数量持续增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 营销大力投入, 持续扩大品牌影响力

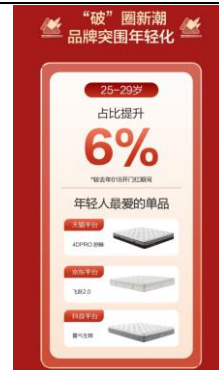
积极拥抱年轻客群, 打造品牌年轻化形象。面对年轻消费者占比日益提高的趋势, 公司确立品牌年轻化定位, 针对年轻群体进行营销投入, 提高品牌在年轻群体中的影响力。1) 公司持续赞助综艺节目, 携手头部卫视打造综艺 IP, 2021 年已相继赞助了《奔跑吧兄弟》、《向往的生活》、《青春环游记》等 8 档顶级综艺, 助推品牌“出圈”。2) 2021 年公司宣布杨洋为品牌新代言人, 利用粉丝效应吸引年轻群体。3) 通过小红书、B 站、抖音、微信等众多头部 KOL、KOC 进行深度种草、背书。2022 年 618 期间, 公司 25-29 岁消费群体占比提升 6%, 喜临门持续占据年轻消费者心智。

图19: 公司赞助多档综艺节目



资料来源: 公司微博, 东兴证券研究所

图20: 年轻消费者占比提升



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

持续打造床垫专业品牌形象。公司已连续 9 年发布《中国睡眠指数报告》, 2022 年公司发布了国内睡眠领域第一部蓝皮书《中国睡眠研究报告》, 通过中国社会科学院社会学所、中国睡眠研究会等专业机构背书增强研究权威, 强化公司品牌在睡眠领域的专业形象。在东京奥运会期间, 喜临门床垫成为体育训练局国家队运动员备战保障产品, 在国家体育总局成立运动睡眠研究中心, 打造“带着床垫去东京”话题。此外, 公司还赞助马拉松比赛等, 通过赞助体育领域, 建立服务运动员的专业品牌形象。

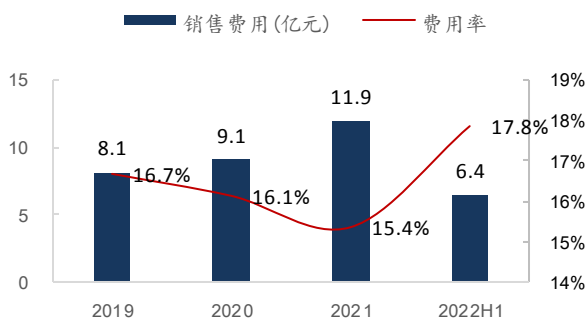
图21：《中国睡眠研究报告 2022》发布



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

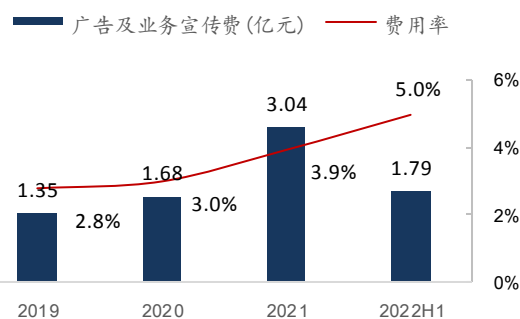
广告费用投放保持增长，品牌影响力持续提升可期。2021 年公司开始加大销售费用的投放，若剔除运费科目变化，2021 年销售费用率同比+2.7pct，2022 年费用率继续提升。其中广告及业务宣传费用也增幅明显，2022 上半年广告投入金额已超过 2020 年全年水平。依靠持续大力且目标明确的销售费用投放，我们看好公司品牌影响力不断提升，助力份额提高。

图22：销售费用及费用率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：广告及业务宣传费用及费用率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 自主品牌零售业务为核心，渠道拓展+品类延伸推动增长

4.1 自主品牌零售业务：线上线下同步开拓，套系化销售打开增长空间

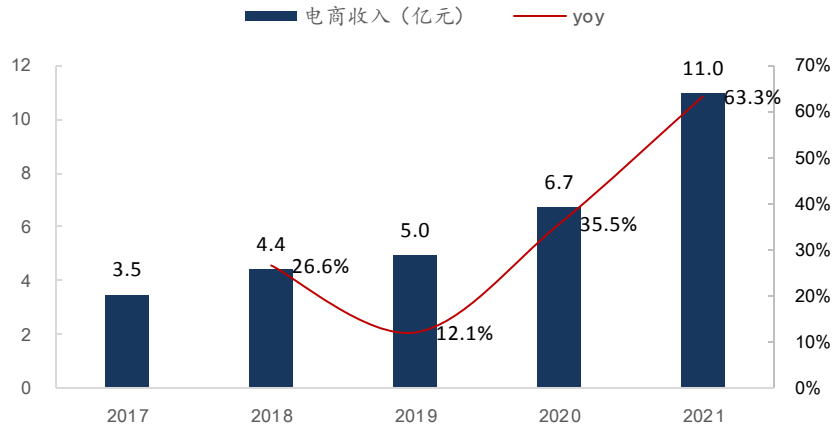
公司自主品牌零售业务近年来发展势头良好，成为公司的核心业务。自主品牌零售渠道包括线下专卖店销售和线上平台销售。2021 年电商渠道收入 11 亿元，经销门店收入 39.6 亿元，均保持着较高的收入增速。公司线上营销模式持续创新，线下具有辐射各地级城市和经济发达的县级城市营销网络体系，线上线下协同发展推动自主品牌业务持续打开增长空间。

4.1.1 线上渠道增势迅猛，营销模式创新驱动增长

线上收入增长迅速，份额领先同业。公司运营线上业务多年，2020 年疫情以后，公司积极把握消费向线上转移的趋势，大力发展电商。公司线上业务在 2020/2021 年分别同比增长 35.5%/63.3%，推测 2022 年前三

季度在行业压力下依然实现同比增速 40% 以上。喜临门床垫品类销售额已连续 8 年取得 618 电商渠道第一，连续 10 年取得双 11 电商渠道第一，公司在电商渠道份额优势显著。

图 24：线上收入增势迅猛

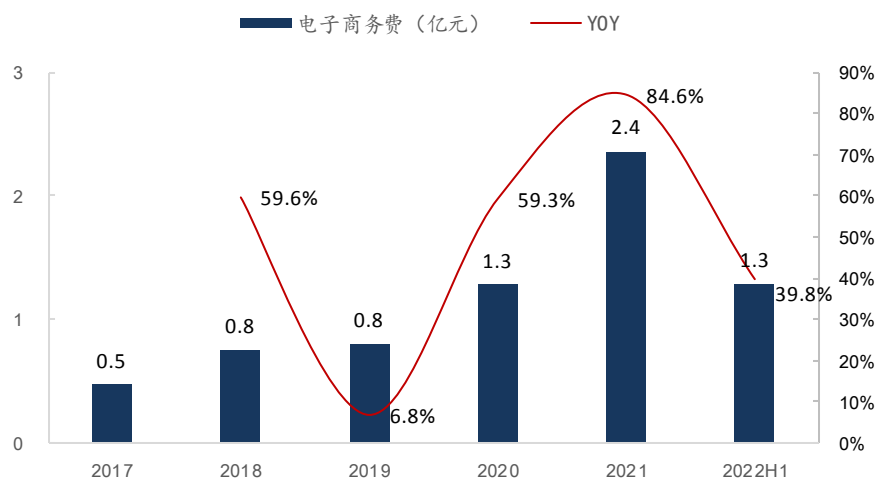


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

线上营销模式持续创新，拥抱新流量入口。公司发展线上业务超 10 年，在线上取得了先发优势。此后公司持续探索创新营销方式，拥抱直播等新流量入口。公司在业内率先布局直播渠道，创新性地采用店播+达人直播+站内视频+内容种草的组合拳打法，抖音、快手、B 站、拼多多、小红书等渠道均有渗透，2022 年 618 期间实现直播销售额同比+128%。营销活动上公司充分把握线上消费者心理，推出“背后的力量”、“夜猫子床垫”等营销活动；打造了喜临门专属的天猫超级品牌日；首次参与李佳琦的微综艺，在活动打法上持续创新，效果显著。我们看好公司凭借线上运营深刻的理解以及持续创新的打法，助推电商业务保持优势。

线上持续投放资源，费效比有望逐步提升。公司在线上持续大力投放资源与费用，2020 年后电子商务费保持高速增长，对线上业务的重视有望继续强化优势。另一方面，线上费效比也有望逐步提升，盈利能力有望提高，因为：1）传统电商及直播模式均已运营多年，模式逐步成熟；2）电商规模逐步提升；3）床垫单价逐步提升（喜临门床垫 2022 年双 11 预售单价提升超 10%），且线上销售品类逐步增加，共同推动客单价提高，降低获客成本。2022H1 电子商务费同比增长 40%，低于电商业务近 50% 的增速，费效比已有所提高。

图25：电子商务费快速提升

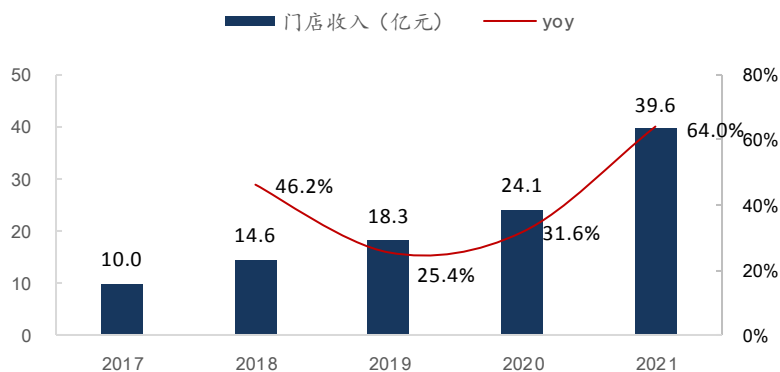


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

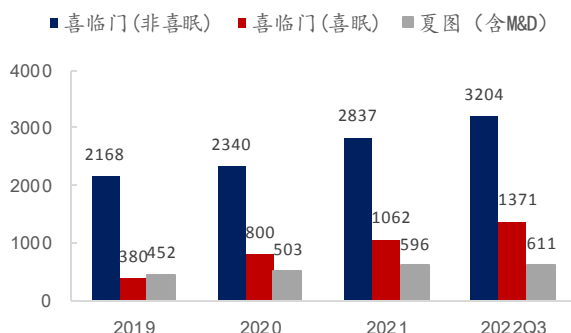
4.1.2 线下渠道积极拓展，多品牌系列打开开店空间

快速开店+店效提升，线下门店提货额高速增长。近年来，公司线下零售业务收入高速增长，2021年增速超60%，2022年前三季度增速也近20%。快速开店是线下收入高增的主要原因，2019年公司推出喜眠系列主攻下沉市场，2020年疫情以来公司把握卖场空位增多的机会快速开店，2019、2020、2021、2022Q1-Q3分别净开店613、643、852、691家，各系列门店数量均有增加。高速开店的同时，公司店均收入也在不断增加。喜临门品牌店均提货额由2019年的53万快速提高至2021年的85万，且2022年同比仍有增加，同时夏图店均收入也在稳步提高。线下门店有效满足消费者购买前的试躺需求，线上线下同步发展将持续巩固喜临门床垫龙头优势。

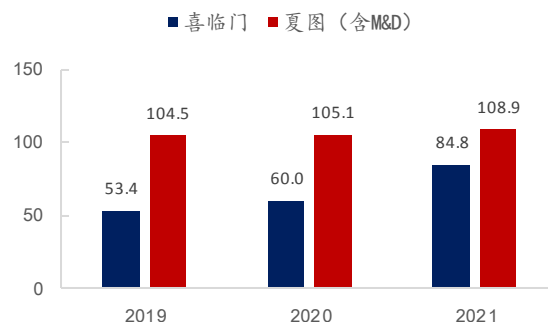
图26：门店收入增势迅猛



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图27：门店数量


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图28：店均提货额（万元）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

多产品系列、多品牌打开开店空间。公司产品均为多系列共同推进，分别开店，每个系列定位明确。床垫门店主要包括，净眠、法诗曼和喜眠，分别主攻高端、中端以及下沉市场，价格带互不重叠，人群划分明晰，设计风格有区隔。沙发方面，品牌包括主攻中低端的可尚以及主攻高端的夏图、M&D，定位差异大。价格带互不重叠的多系列、品牌带来较大的开店空间，我们推测城市多品牌加密+下沉市场覆盖下，公司门店数量仍有近翻倍的空间，开店速度有望保持高水平。

表4：床垫主要系列价格带

系列	定位	对应人群	主价格带
净眠	高端	中产阶级人群	10000~20000 元
法诗曼	中端	一二三线年轻群体	6000~10000 元
喜眠	低端	四五线及下沉市场群体	3500~5000 元

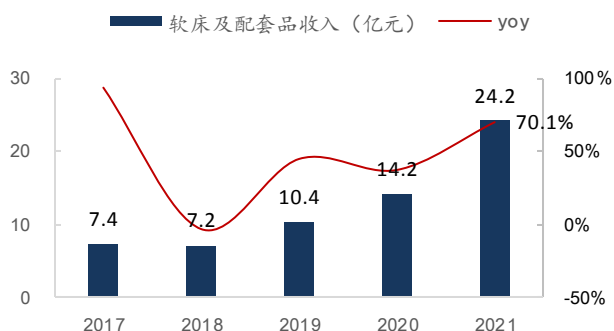
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

培育大商助力快速开店，门店向大面积、精致化推进。2017 年起，公司着力引进和培育大商，给予优质经销商装修补贴、“一城一策”等优惠措施，目前已构建了一支实力强且忠诚度高的经销商队伍。大商较强的资金实力以及丰富的运营经验助力公司实现了快速的门店铺设。另一方面，公司根据市场变化持续调整店态模式：门店加大面积以容纳更多品类；推动门店精致化改造，提高品牌形象；持续探索社区店、家电融合店、天猫京东线下体验店等创新渠道模式。

4.1.3 套系化销售逐步推进，客单价持续提升

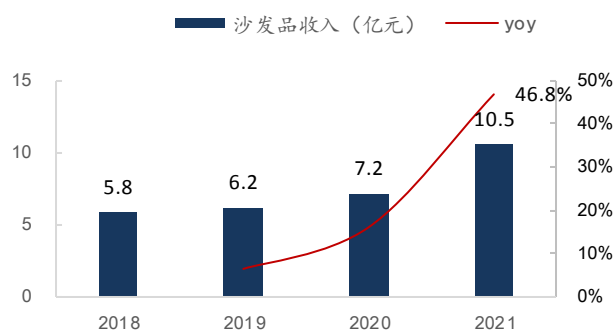
品类持续拓展，打开成长空间。公司以床垫起家，品类逐步拓展至床、床头柜等配套品、沙发、墙体衣柜等，品类已可全面覆盖卧室空间。床及配套品与床垫销售渠道重合，公司最先拓展，通过连带销售已实现较大收入规模，配套品的持续丰富带来较高收入增速，收入占比已超过 30%。沙发方面，公司 2016 年开始自主培育可尚品牌主攻中低端客群，2018 年收购米兰映像，获取夏图、M&D 品牌开拓沙发高端市场，近几年沙发收入规模实现较快的增长，品类逐步成熟。墙体衣柜是公司最新开拓的品类，依托酒店木制家具的生产经验，补足卧室品类。

图29：软床及配套品收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图30：沙发收入及增速



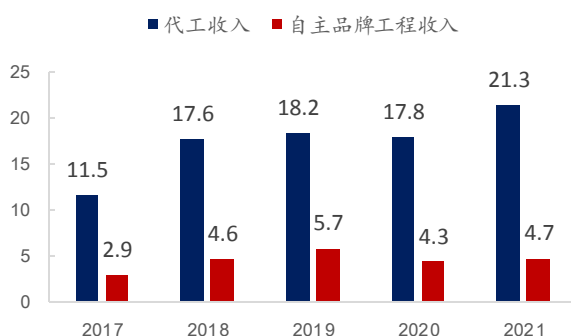
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

套系化销售逐步推进，客单价持续提高。公司逐步推进多品类的协同销售，以床垫为核心连带销售多种品类，持续提高客单价。公司积极推动法诗曼、喜眠门店中加入沙发位，当前品类储备齐全，未来有望逐步开设覆盖全卧室空间的大店。随着存量房时代到来，需求来源分散，获客成本将逐步提高。客单价的提升能够摊低获客成本，保证经销商的利润率，进而强化喜临门品牌优势。

4.2 大宗业务：稳步推进，利润率回升可期

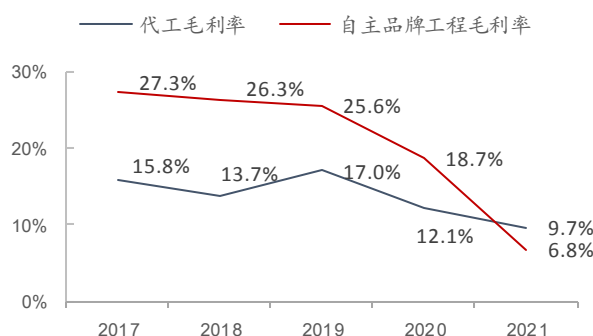
大宗业务稳步推进，利润率回升可期。大宗业务主要分为代工和自主品牌工程，其中代工为主。代工业务主要为宜家、NITORI、欧派家居等国内外知名家具销售商提供床垫、床、沙发等产品的代加工服务，整体收入稳健增长。公司生产床垫三十余年，生产工艺成熟且客户合作稳固。国外持续发展潜在客户，数家客户规模有望提升；国内以服务精品客户为主，整体来看业务有望稳步增长。**自主品牌工程业务**主要为酒店、房企等渠道供应床垫、床及木质家具。床具工程业务仍在快速拓展，发力高星级酒店，与携程等平台打造“深睡房”等，与酒店合作有望助力打造高端品牌形象。酒店家具业务近年来持续优化，未来计划只做精品业务，利润率有望得到改善。大宗业务整体毛利率较低，近年来受海运费、原材料价格影响有所回落，2022 年随成本端利润率已有所回升。

图31：大宗业务拆分收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图32：大宗业务拆分毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3 产能：八大生产基地辐射全国，提效降本助力业务拓展

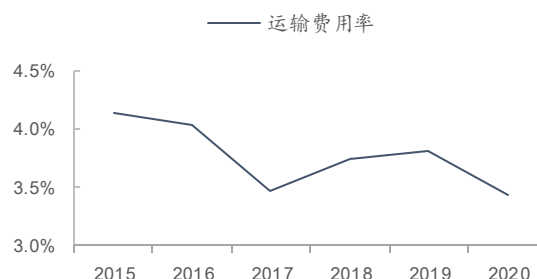
八大生产基地全国布局，助力业务端顺利拓展。公司自上市以来，不断在全国布局产能，当前已实现八大生产基地全国东南西北中全域覆盖的布局。产能分散式布局，有利于提高配送效率且降低配送成本，助力业务

的全国拓展。公司运输费用率受益产能布局，多年呈现下降趋势，由2015年的4.13%下降到2020年的3.43%。江西萍乡生产基地还在建设中，后备产能充足。同时公司积极推动基地自动化改造，在业内率先建立了5G+工业互联网平台，未来有望持续提效降本。海外方面，公司在泰国和越南设立工厂，为海外业务规避贸易风险，降低成本。

图33：产能基地布局

地区	生产基地	地区	生产基地
华东	绍兴总部	华北	河北香河
	绍兴袍江	西部	四川成都
	浙江嘉兴	华南	广东佛山
	江西萍乡	华中	河南兰考
	(建设中)	海外	泰国、越南

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图34：运输费用率保持下降态势


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

自有品牌零售业务：

门店：门店方面，预计喜临门品牌继续快速开店，2022-2024 保持年均 700-800 家的开店速度；M&D 品牌门店数量稳步增加。店效方面，随品牌影响力提高、套系化销售推进，店效预计稳步增长。喜眠系列拓展迅速，叠加配套品占比提高，整体门店的毛利率或有所下降。

线上：喜临门品牌在线上优势显著，预计仍将保持高速增长，毛利率保持稳定。

大宗业务：

代工方面，随海外客户开拓，国内床垫行业的发展，预计代工业务稳健发展，毛利率随原材料价格稳定后有所回升。**自有品牌工程方面，**酒店家具业务优化逐步完成，业务规模预计维稳，主做精品业务推动毛利率提高，而酒店床具业务继续拓展，整体工程业务收入稳健，毛利率提升。因此大宗业务整体收入稳健增长，毛利率逐步提高。

整体费用率：2022 年在行业压力下，费用率有所上升，预计 2023 年费用端回落明显，后续稳步下行。

收入&净利润：综合上述因素，预计公司 2022-2024 年实现营收 89.07、106.70、124.93 亿元，归母净利润为 6.07、8.63、10.50 亿元。

表5：盈利预测表

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
品牌门店业务					
营业收入	24.12	39.56	45.02	55.31	63.96
YOY	31.63%	64.02%	13.79%	22.87%	15.63%

毛利率	48.14%	44.70%	45.35%	44.88%	44.18%
品牌线上业务					
营业收入	6.73	10.98	15.60	21.05	28.42
YOY	35.55%	63.26%	42.00%	35.00%	35.00%
毛利率	53.14%	39.44%	41.00%	41.00%	41.00%
大宗业务					
营业收入	22.14	25.98	27.26	29.14	31.35
YOY	-7.66%	17.36%	4.94%	6.87%	7.60%
毛利率	13.38%	9.15%	10.44%	12.40%	13.03%
其他					
营业收入	3.25	1.19	1.19	1.19	1.19
合计					
营业收入	56.23	77.72	89.07	106.70	124.93
YOY	15.44%	38.22%	14.60%	19.79%	17.09%
毛利率	33.76%	32.00%	33.83%	35.19%	35.60%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5.2 投资评级

喜临门深耕床垫三十余年，当前已成为国内床垫行业中份额第一的品牌，品牌影响力与产品力兼具。公司近两年快速拓展渠道，推动业绩端高速增长。国内床垫行业集中度对比美国仍有数倍提升空间，喜临门有望通过渠道拓展及价格带延伸，充分享受集中度提升趋势。同时公司积极推动套系化销售，开拓软床、沙发及墙体衣柜品类，打开未来成长空间。目前公司市值对应 2022 年业绩约 19 倍市盈率，估值仍具性价比，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

6. 风险提示

地产回暖不及预期，原材料价格大幅波动，疫情冲击超预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元						利润表					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
流动资产合计	5118	4710	5436	6079	6878	营业收入	5623	7772	8907	10670	12493						
货币资金	1453	1732	2143	2472	2950	营业成本	3725	5285	5894	6915	8045						
应收账款	745	1206	1464	1608	1711	营业税金及附加	41	53	89	128	150						
其他应收款	106	128	146	175	205	营业费用	907	1194	1528	1766	2055						
预付款项	76	70	65	58	66	管理费用	271	314	445	533	625						
存货	799	1102	1211	1364	1543	财务费用	72	52	78	122	142						
其他流动资产	117	179	191	208	208	研发费用	125	183	178	235	275						
非流动资产合计	2446	3602	3892	4736	5236	资产减值损失	19.34	-5.72	6.81	0.00	0.00						
长期股权投资	15	254	0	0	0	公允价值变动收益	-19.06	1.34	-8.86	0.00	0.00						
固定资产	1631	1618	2261	2832	3476	投资净收益	-5.55	42.84	18.65	30.74	24.70						
无形资产	257	287	275	263	252	加：其他收益	33.34	37.14	35.24	36.19	35.71						
其他非流动资产	2	113	115	114	115	营业利润	437	718	734	1039	1263						
资产总计	7564	8311	9328	10815	12113	营业外收入	9.77	1.72	5.75	3.73	4.74						
流动负债合计	4246	4281	4834	5706	6259	营业外支出	19.79	12.75	16.27	14.51	15.39						
短期借款	1410	1243	1469	2166	2283	利润总额	427	707	724	1028	1252						
应付账款	1297	1665	1928	2205	2599	所得税	76	102	117	166	202						
预收款项	0	0	-110	-177	-164	净利润	351	605	607	863	1050						
一年内到期的非流	27	55	55	55	55	少数股东损益	38	47	0	0	0						
非流动负债合计	146	645	489	492	490	归属母公司净利润	313	559	607	863	1050						
长期借款	90	430	430	430	430	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
负债合计	4392	4926	5323	6198	6749	成长能力											
少数股东权益	231	186	186	186	186	营业收入增长	15.43%	38.21%	14.60%	19.79%	17.09%						
实收资本(或股本)	387	387	387	387	387	营业利润增长	-14.77%	64.31%	2.23%	41.50%	21.53%						
资本公积	1362	1354	1354	1354	1354	归属于母公司净利	-17.61%	78.29%	8.66%	42.07%	21.76%						
未分配利润	1024	1438	1816	2355	3010	获利能力											
归属母公司股东权	2941	3200	3822	4434	5181	毛利率(%)	33.76%	32.00%	33.83%	35.19%	35.60%						
负债和所有者权益	7564	8311	9328	10815	12113	净利率(%)	6.24%	7.79%	6.82%	8.08%	8.41%						
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)					4.14%	6.72%	6.51%	7.98%	8.67%	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		ROE(%)					10.66%	17.46%	15.88%	19.45%	20.27%	
经营活动现金流	740	704	710	1178	1587	偿债能力											
净利润	351	605	607	863	1050	资产负债率(%)	58%	59%	57%	57%	56%						
折旧摊销	185.50	227.21	206.94	256.80	311.50	流动比率	1.21	1.10	1.12	1.07	1.10						
财务费用	72	52	78	122	142	速动比率	1.02	0.84	0.87	0.83	0.85						
应收账款减少	407	-460	-258	-144	-104	营运能力											
预收帐款增加	-139	0	-110	-66	12	总资产周转率	0.79	0.98	1.01	1.06	1.09						
投资活动现金流	-98	-335	-464	-1179	-786	应收账款周转率	6	8	7	7	8						
公允价值变动收益	-19	1	-9	0	0	应付账款周转率	4.67	5.25	4.96	5.16	5.20						
长期投资减少	0	0	449	0	0	每股指标(元)											
投资收益	-6	43	19	31	25	每股收益(最新摊	0.80	1.45	1.57	2.23	2.71						
筹资活动现金流	-69	-247	165	330	-323	每股净现金流(最	1.48	0.32	1.06	0.85	1.23						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	7.59	8.26	9.87	11.44	13.37						
长期借款增加	-85	340	0	0	0	估值比率											
普通股增加	-4	0	0	0	0	P/E	36.90	20.36	18.84	13.26	10.89						
资本公积增加	-30	-8	0	0	0	P/B	3.89	3.57	2.99	2.58	2.21						
现金净增加额	573	122	411	329	478	EV/EBITDA	18.13	12.62	11.39	8.36	6.65						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526