

2024年2月26日

投资要点:

■ **披荆斩棘，深耕床垫行业40载。**喜临门创立于1984年，是一家专注于设计、研发、生产和销售以床垫为核心产品的公司，在国内床垫行业处于领先地位，产能规模和营销网络布局均居于前列。公司在天猫、京东、苏宁易购等各大电商平台均设有自主品牌旗舰或自营店，全平台覆盖线上消费群体。公司线上线下相结合的营销的方式，强化多元化引流体系，赋能终端销售。公司持续加大品牌年轻化焕新力度，不断提升标准化门店终端形象，多形式进行品牌传播，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。

■ **国内软体家具消费增速高于全球水平。**根据CSIL，2010-2021年，全球软体家具消费规模稳步扩张，从539亿美元上升至690亿美元，期间CAGR为2.27%。同期，我国软体家具消费规模从117亿美元增长至197亿美元，期间CAGR为4.85%，已成为全球最大的软体家具消费国。预计2022年全球软体家具消费规模将达到710亿美元，国内软体家具消费增速优于全球。

■ **软体家具产品矩阵丰富，全屋定制助力大家居战略。**公司现已打造多品牌产品矩阵，主要产品包括床垫、床、沙发及其他配套客卧家具。多风格多层次的体系以满足不同消费者个性化需求，旗下品牌包括：主品牌喜临门、下沉品牌喜眠以及意大利沙发品牌M&D。

■ **线上渠道发展迅速，电商平台赋能获客能力。**公司创新开展数字营销，实现多平台联动，线上线下均通过店铺自播+达人直播策略拓宽销售、引流造势。通过小红书、B站、抖音等构筑全新的品牌公域流量内容生态，实现潜在客群的引流转化，并积极培育线上第二销售增长曲线，持续丰富多元化软体产品矩阵。

■ **公司重视研发，持续产品创新。**公司是国家高新技术企业，拥有成熟的产品研发管理体系及完善的研发激励机制，为产品研发创造了良好的环境。公司逐步形成以自主研发为主、外部专家指导和高校合作并重的良性研发运作机制。从研发支出来看，2018-2022年，公司研发支出增长较快，从0.8亿元增长至1.9亿元，CAGR为23.5%。研发支出营收占比虽有所波动，但近年来始终保持在2%以上。从产品角度来看，公司持续丰富新技术新材料储备、缩短产品开发周期，始终以完善的市场分析数据为抓手。同时，公司与国际知名设计师保持合作提升设计水准，洞悉市场最新风尚及消费者偏好，产品风格符合当下流行审美，在行业内颇具竞争力。

■ **首次覆盖，给予公司“买入”评级。**预计公司2023-2024年每股收益分别为1.36元和1.65元，对应估值分别为11倍和9倍。公司是国内软体家居龙头企业，随着多品牌、多品类战略的稳步进行，渠道间的相互结合，未来成长可期。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动风险等，国际贸易摩擦的风险，国内市场竞争加剧的风险。

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

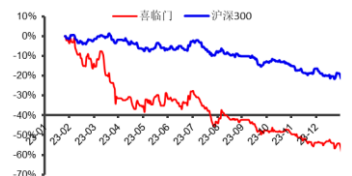
电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2024年2月23日

收盘价(元)	15.21
总市值(亿元)	57.64
总股本(亿股)	3.79
流通股本(亿股)	3.79
ROE(TTM)	6.49
12月最高价(元)	37.10
12月最低价(元)	12.52

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目录

1. 公司是国产软体家居龙头品牌	4
1.1 公司简介	4
1.2 主营软体家具，打造多品牌产品矩阵	4
1.3 公司营收规模逐年提升	5
1.4 公司盈利能力逐步回升	5
2. 我国软体家具市场稳步发展，行业集中度提升空间较大	6
2.1 我国家具市场规模稳步提升	6
2.2 我国软体家居行业高速发展	6
2.3 床垫行业发展前景广阔	8
2.4 利好政策持续加码，有望拉动国内家居需求回升	10
3. 竞争优势：品牌品类共舞，渠道与研发协同发展	13
3.1 产品系列丰富，覆盖客户群体广	13
3.2 渠道网络布局广，强强联合实现共赢	15
3.3 公司重研发与创新，八大基地为产能保驾护航	18
4. 投资策略	19
5. 风险提示	20

插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司多品牌产品矩阵	4
图 3：公司营业总收入情况（亿元，%）	5
图 4：公司归母净利润情况（亿元，%）	5
图 5：公司盈利能力（%）	6
图 6：公司各项费用率（%）	6
图 7：2015-2021 年中国家具产量情况（亿件）	6
图 8：中国规模以上家具制造业企业营业收入（亿元）	6
图 9：全球软体家具消费规模（亿美元）	7
图 10：中国软体家具消费规模（亿美元）	7
图 11：2021 年全球软体家具产值占比	7
图 12：中国软体家具市场产值规模波动增长（亿美元）	7
图 13：中国软体家具产量整体保持增势（万件）	7
图 14：2020 年全球床垫市场消费占比	8
图 15：2020 年我国床垫市场消费占比	8
图 16：2016-2022 年中国床垫行业市场规模及增速情况（亿元，%）	8
图 17：中国床垫渗透率与发达国家相比有一定差距	9
图 18：我国床垫行业集中度提升空间较大	10
图 19：2021 年中国床垫行业市场竞争格局情况	10
图 20：公司品牌简介	13
图 21：喜临门携手多档综艺	13
图 22：公司发布的《中国睡眠研究报告（2022）》蓝皮书	14
图 23：同行业公司销售费用率对比（%）	15

图 24：分渠道营收情况	15
图 25：2019-2022 年公司门店数量情况（家）	16
图 26：公司线上销售发展迅速	17
图 27：公司工程定制案例展示	17
图 28：2018-2023 年前三季度公司研发支出情况（亿元，%）	18

表格目录

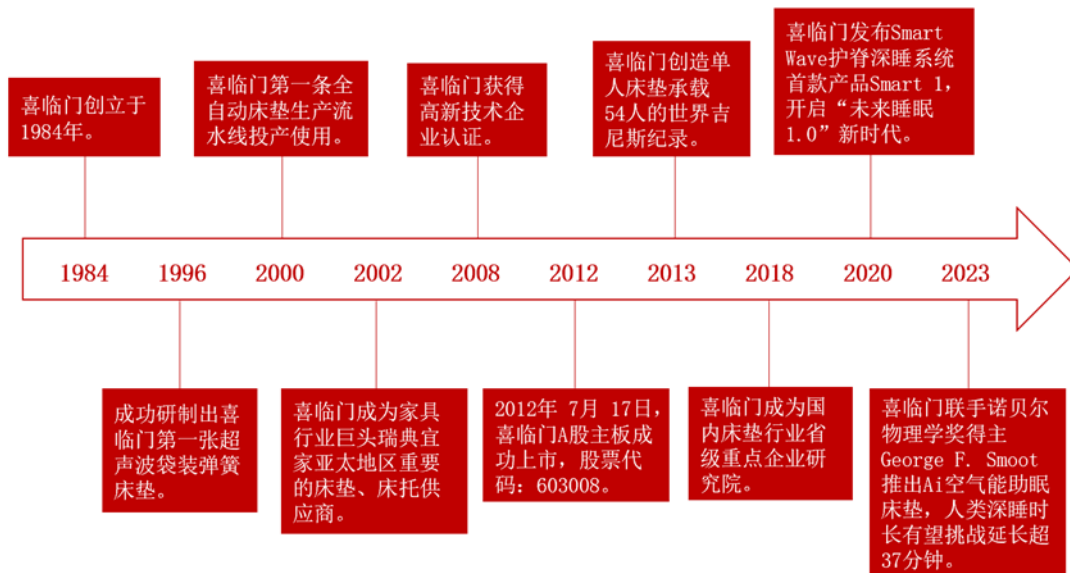
表 1：房地产近期相关政策	11
表 2：促进家居消费的相关政策	12
表 3：公司主营产品产销情况	19
表 4：公司盈利预测简表（2024/2/23）	19

1. 公司是国产软体家居龙头品牌

1.1 公司简介

披荆斩棘，深耕床垫行业 40 载。喜临门创立于 1984 年，是一家专注于设计、研发、生产和销售以床垫为核心产品的公司，在国内床垫行业处于领先地位，产能规模和营销网络布局均居于前列。公司在天猫、京东、苏宁易购等各大电商平台均设有自主品牌旗舰或自营店，全平台覆盖线上消费群体。公司线上线下相结合的营销的方式，强化多元化引流体系，赋能终端销售。公司持续加大品牌年轻化焕新力度，不断提升标准化门店终端形象，多形式进行品牌传播，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。

图 1：公司发展历程



资料来源：喜临门公司官网，东莞证券研究所

1.2 主营软体家具，打造多品牌产品矩阵

软体家具产品矩阵丰富，全屋定制助力大家居战略。公司现已打造多品牌产品矩阵，主要产品包括床垫、床、沙发及其他配套客卧家具。多风格多层次的体系以满足不同消费者个性化需求，旗下品牌包括：主品牌喜临门、下沉品牌喜眠以及意大利沙发品牌 M&D。主品牌“喜临门”旗下系列主要包括“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、及“可尚”；下沉品牌“喜眠”主打年轻化和性价比；意大利沙发品牌“M&D”定位高端沙发客群，旗下包含“Chateau d’Ax”、“M&D Milano&Design”、“M&D Casaitalia”。

图 2：公司多品牌产品矩阵

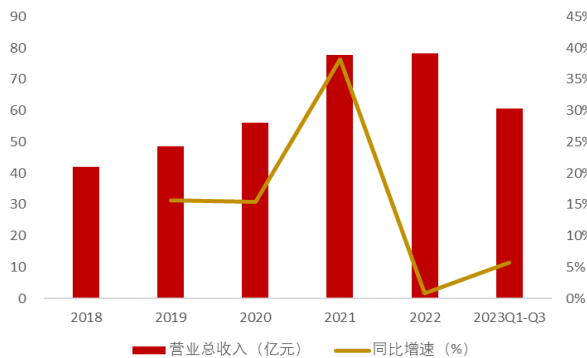


资料来源：喜临门 2022 年年报，东莞证券研究所

1.3 公司营收规模逐年提升

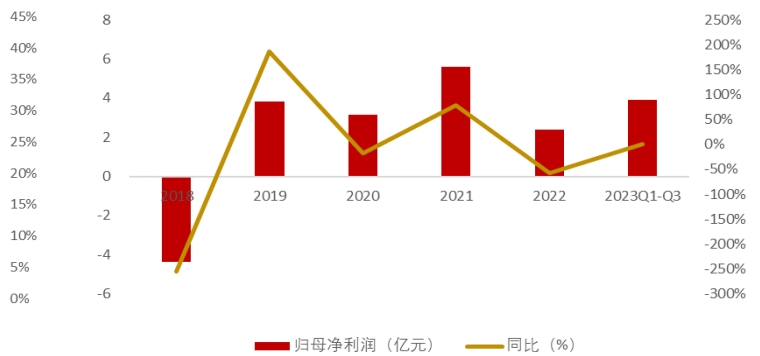
公司营收逐年提升，归母净利润有所波动。2018-2022 年，公司不断提升产品竞争力和门店形象，营业总收入由 42.1 亿元增长至 78.4 亿元，CAGR 为 16.8%。2023 年前三季度，公司营业收入 60.7 亿元，同比增长 5.7%。2018-2019 年，公司实现扭亏为盈，归母净利润从-4.4 亿元增长至 3.8 亿元。2020 年，受疫情影响，公司归母净利润同比下滑 17.6%至 3.1 亿元。2021 年，公司加大广告宣传投放赋能线上线下全渠道销售，业务结构不断优化叠加规模效应释放，带动归母净利润同比增长 78.3%至 5.6 亿元。2022 年，受费用率上升拖累，公司归母净利润同比下降 57.5%至 2.4 亿元。2023 年前三季度，公司实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 0.3%。

图 3：公司营业总收入情况（亿元，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 4：公司归母净利润情况（亿元，%）

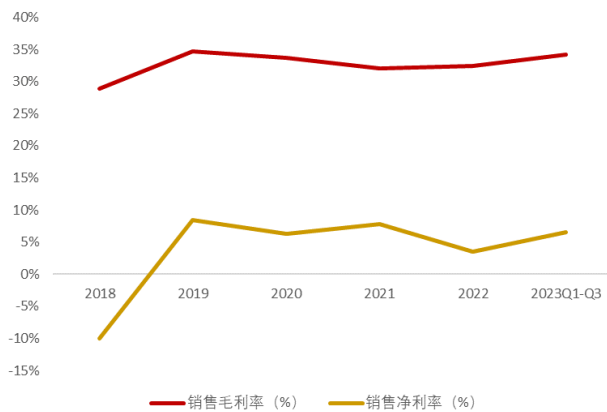


资料来源：ifind，东莞证券研究所

1.4 公司盈利能力逐步回升

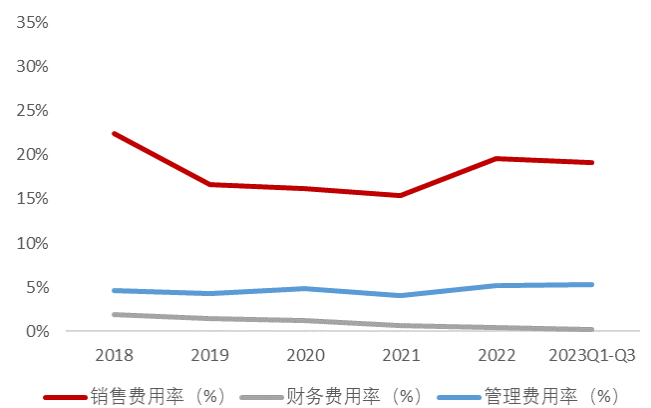
公司盈利能力短期回升。2018-2019 年，公司毛利率从 28.8%增长至 34.8%。2020-2022 年，受疫情影响，公司毛利率有所波动。2023 年前三季度，公司毛利率回升至 34.2%，同比提升 0.8 个百分点。净利率方面，2018-2019 年，公司净利率从-10.1 提升至 8.47%。2020-2022 年，公司净利率从 6.2%下降至 3.5%，呈波动下降趋势。这主要是受宏观环境的非预期内负面因素较多叠加费用率有所增加所致。2023 年前三季度，公司净利率为 6.6%，同比下降 0.6 个百分点。未来，随着费用投放效果的延后显现，公司盈利能力有望持续提升。

图 5：公司盈利能力 (%)



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 6：公司各项费用率 (%)



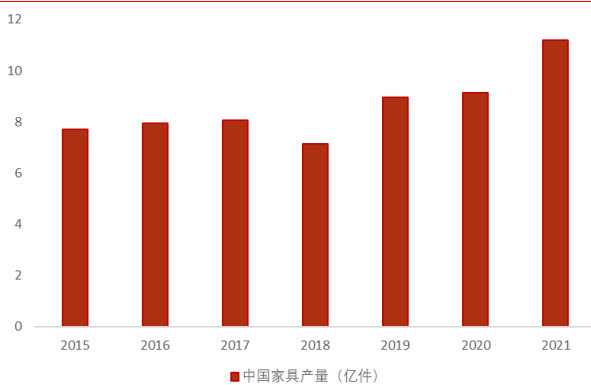
资料来源：ifind，东莞证券研究所

2. 我国软体家具市场稳步发展，行业集中度提升空间较大

2.1 我国家具市场规模稳步提升

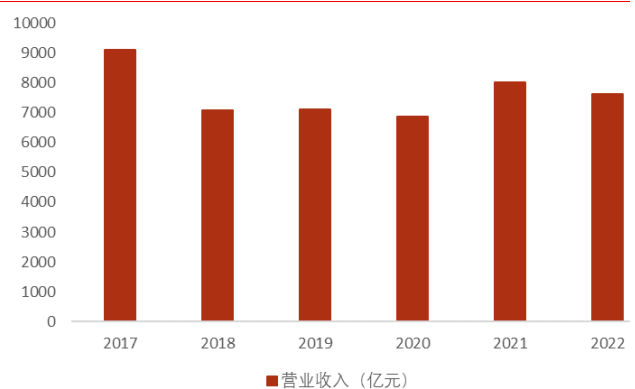
中国家具产量有所提升，营收整体呈波动趋势。2015-2021 年，我国家具产量期间虽有所波动，但整体呈增长趋势，由 7.7 亿件增长至 11.2 亿件，CAGR 为 5.5%。2021 年，我国家具产量同比增长 22.8%。2017-2022 年，受上游原材料、疫情及地产行业下行等因素影响，我国家具行业规模以上家具企业营业收入呈波动趋势。2022 年，随着地产行业持续下探，规模以上家具制造业企业营业收入 2674.1 亿元，同比下滑 4.75%。随着支持地产行业的政策的落地，被抑制的家居消费需求有望迎来释放。

图 7：2015-2021 年中国家具产量情况 (亿件)



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

图 8：中国规模以上家具制造业企业营业收入 (亿元)



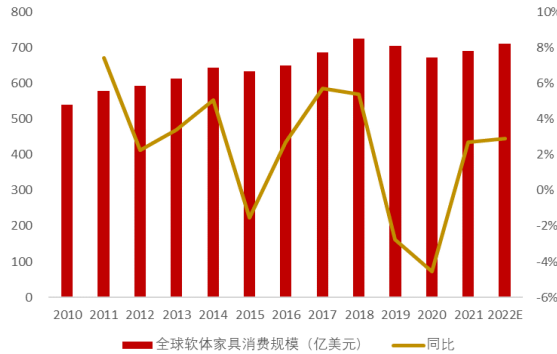
资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.2 我国软体家居行业高速发展

国内软体家具消费增速高于全球水平。软体家具主要包含沙发、软床、床垫等产品，是现代家庭客厅及卧室重要的日常生活用品，软体家具在提供舒适使用功能的同时，具有时尚化、个性化、艺术化等特征。随着软体家具行业发展，产品技术和质量不断优化，经济发展带来的社会消费需求变化，软体家具需求持续扩大。根据 CSIL，2010-2021 年，全球软体家具消费规模稳步扩张，从 539 亿美元上升至 690 亿美元，期间 CAGR

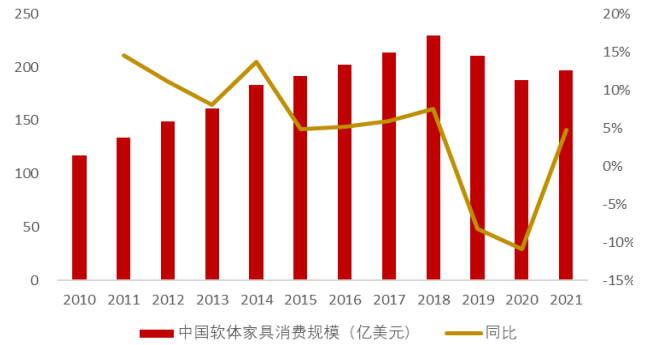
为 2.27%。同期，我国软体家具消费规模从 117 亿美元增长至 197 亿美元，期间 CAGR 为 4.85%，已成为全球最大的软体家具消费国。预计 2022 年全球软体家具消费规模将达到 710 亿美元，国内软体家具消费增速优于全球。

图 9：全球软体家具消费规模（亿美元）



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

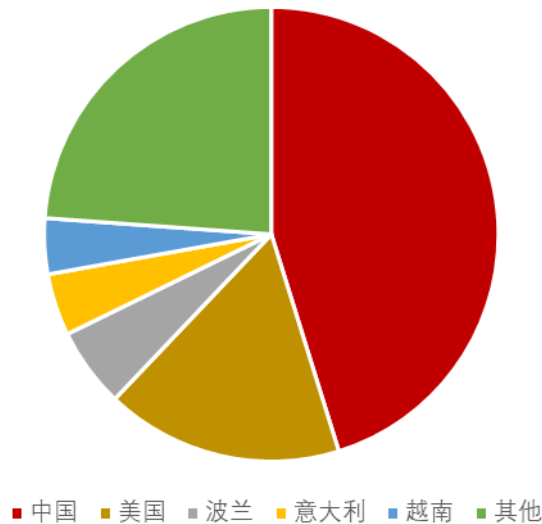
图 10：中国软体家具消费规模（亿美元）



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

中国是全球最大的软体家具生产国。我国现代软体家具产业在 20 世纪 80 年代正式起步，陆续引进先进的进口设备和制造技术，产业链配置逐渐完善，在劳动力成本优势加持下，中国逐渐承接了欧美等发达国家和地区转移出来的软体家具产能。据北京研精毕智信息咨询有限公司，2021 年，我国在全球软体家具市场中的产值占比高达 45.2%。

图 11：2021 年全球软体家具产值占比

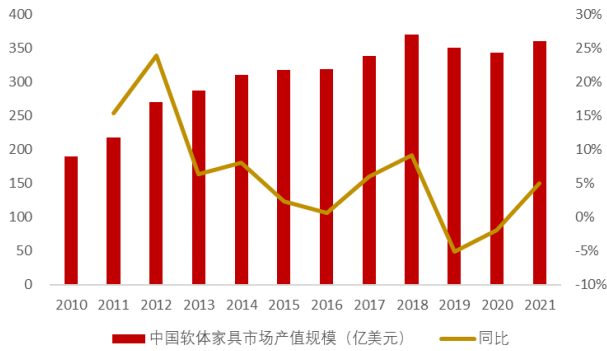


资料来源：北京研精毕智信息咨询有限公司，东莞证券研究所

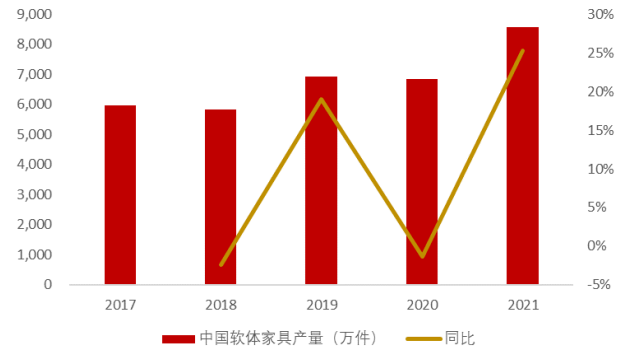
国内软体家具生产规模呈增长趋势。意大利米兰轻工业信息中心（CSIL）数据显示，2010-2021 年，我国软体家具市场产值规模从 189 亿美元增长至 360 亿美元，期间 CAGR 为 6.03%。从产量来看，近年来中国软体家具产量波动增长。根据中国家具业协会，疫情期间，我国软体家具产量明显下滑。而随着 2021 年新冠疫情防控逐渐常态化，国内软体家具产量有所复苏，当年产量 8,566.4 万件，同比增长超 25%。

图 12：中国软体家具市场产值规模波动增长（亿美元） 图 13：中国软体家具产量整体保持增势（万件）

元)



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

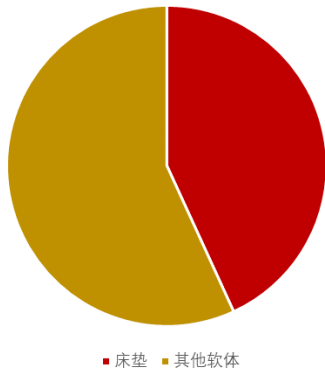


资料来源：中国家具业协会，智研咨询，东莞证券研究所

2.3 床垫行业发展前景广阔

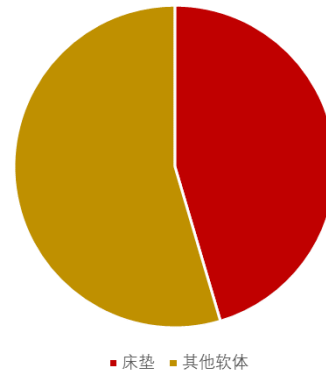
软体家具中，床垫的市场份额较高，占比超四成。据 CSIL 数据，2020 年全球主要国家床垫消费规模约 290 亿美元，在全球软体家具中的占比为 43.15%；而 2020 年中国床垫消费规模 85.40 亿美元，在国内软体家具中的占比为 45.43%。

图 14：2020 年全球床垫市场消费占比



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

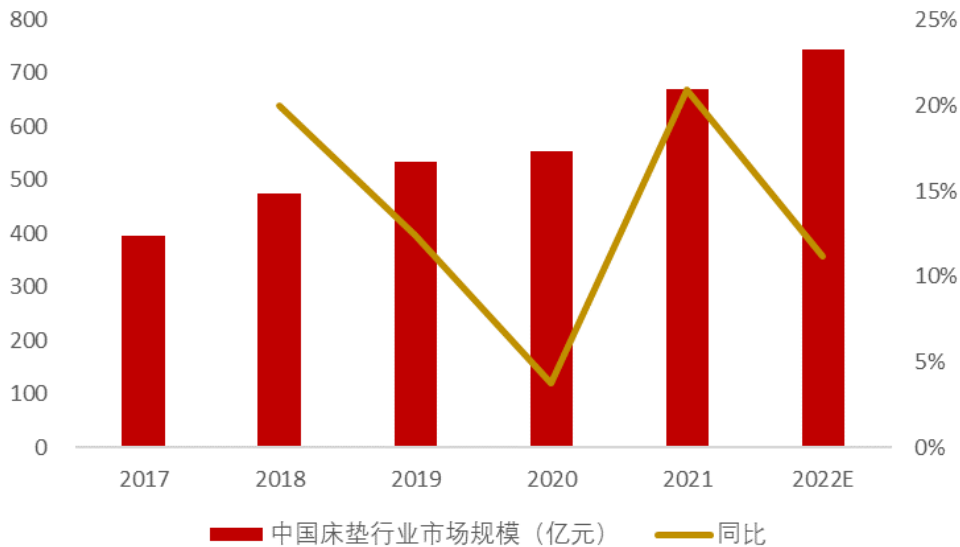
图 15：2020 年我国床垫市场消费占比



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

我国床垫市场规模逐年提升。从床垫市场规模情况来看，根据华经产业研究院数据，2017-2021 年，我国床垫市场规模从 396 亿元增长至 670 亿元，年均复合增长速度为 18.85%，预计 2022 年市场规模达到 745 亿元，增速趋缓。

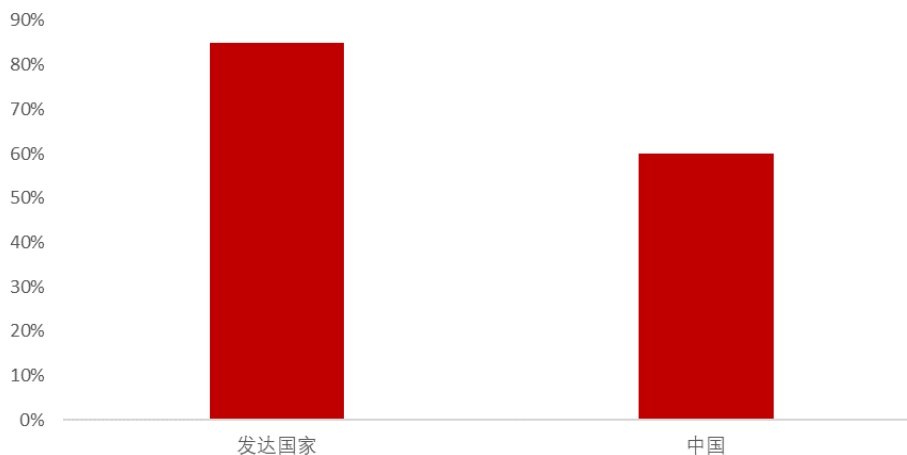
图 16：2016-2022 年中国床垫行业市场规模及增速情况（亿元，%）



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

我国床垫渗透率仍有提升空间。我国床垫行业起步晚于发达国家和地区，虽然近年来行业规模增速高于全球水平，但渗透率与发达国家相比仍有一定差距。CSIL 数据显示，中国床垫渗透率为 60%，与发达国家 85%的床垫渗透率相比，仍有提升空间。随着我国社会经济发展，城镇化率提升，居民可支配收入增加，国民对生活品质的要求提升，消费习惯和消费需求改变，床垫行业的新增需求和更新需求空间广。另一方面，国内疫情防控持续优化，扩内需政策持续加码，地产在政策刺激下预期回暖，居民消费信心有望逐步恢复，带动床垫行业消费复苏。我们认为，多因素驱动下，未来我国床垫渗透率将进一步提升，软体家具消费市场有望进一步扩容。

图 17：中国床垫渗透率与发达国家相比有一定差距



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

我国床垫行业集中度有较大提升空间。由于技术门槛等因素，我国床垫行业起步较晚，行业集中度较低。援引慕思股份 2022 年年度报告，2020 年美国床垫行业 CR5 高达 51%。2021 年，我国床垫企业 CR5 仅为 21.7%，参考发达国家床垫行业发展路径，中国床垫行业集中度仍有较大提升空间。2021 年我国床垫市场份额前五大制造商分

别为喜临门、慕思、敏华、顾家和梦百合。其中，喜临门的市场份额占比最高，为4.8%。随着近几年的市场角逐，行业内头部企业注重研发投入，积极自主研发先进的生产工艺，正在打破进口品牌产品对于中国高端床垫市场的垄断，国内龙头企业市占率有望逐步提升。

图 18：我国床垫行业集中度提升空间较大

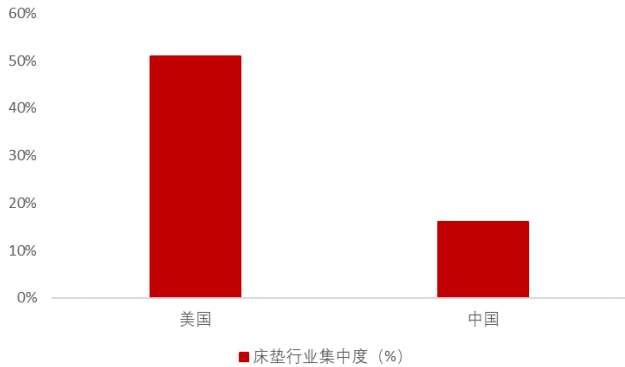
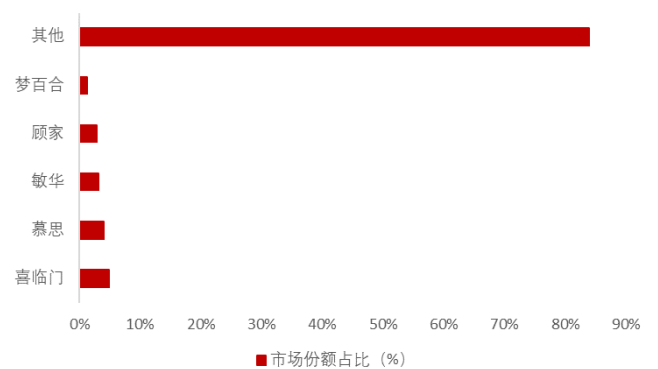


图 19：2021 年中国床垫行业市场竞争格局情况



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.4 利好政策持续加码，有望拉动国内家居需求回升

(1) **利好地产政策频发，回暖预期增强。**2023 年 7 月 24 日，中央政治局会议明确指出：适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。自 8 月底以来，各项重磅政策密集出台，政策从供给和需求两方面入手。需求端方面，8 月底，中国人民银行、国家金融监管总局等部门先后出台《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》、《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》等政策。其中《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》明确居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策（即“认房不认贷”）。《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》中统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套房贷款和二套房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于 20%和 30%；二套房贷款利率政策下限由不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 60 个基点，下调为不低于 LPR 加 20 个基点。《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》提出自 9 月 25 日起，符合相关条件的存量房贷借款人，可向金融机构提出申请，既可以变更合同约定的住房贷款利率加点幅度，也可以由银行新发放贷款置换存量贷款。降低后的存量房贷利率，依然要符合贷款发放时当地的房地产政策，即不低于当时所在城市房贷利率政策下限。各地方政府加快落实中央各项政策，大力支持居民刚性和改善性住房需求，有助于房地产市场销售回升。供给端方面，2022 年 11 月 11 日，中国人民银行、原银保监会联合出台《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（简称《通知》），从保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、配合做好受困房企风险处置、加大住房租赁金融支持等方面，推出 16 条金融举措，促进房地产市场平

稳健康发展；《通知》发布实施后，对保持房地产融资合理适度、推动化解房地产企业风险发挥了积极作用，取得了良好的政策效果。2023年7月12日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，支持房地产市场政策（金融16条）期限延长至2024年12月31日，对房企开发贷、信托贷款等存量融资通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持。各金融机构切实落实，有助于保持房地产融资合理适度，加大保交楼金融支持，推动行业风险市场化出清，促进房地产市场平稳健康发展。

表 1：房地产近期相关政策

发布日期	部门/会议	政策名称	简要内容
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	（1）对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。（2）首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。（3）中国人民银行、国家金融监督管理总局各派出机构按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。
2023. 8. 25	住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准》	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
2023. 7. 12	中国人民银行、金融监管总局	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。2024 年 12 月 31 日前到期的，可以允许超出原规定多展期 1 年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。二是对于商业银行按照《通知》要求，2024 年 12 月 31 日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。
2022. 11. 11	中国人民银行、原银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	从保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、配合做好受困房企风险处置、加大住房租赁金融支持等方面，推出 16 条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

(2) 多举措促进家居消费潜力。一方面，国家相关部门出台多项政策刺激家居消费需求。2023年7月12日，商务部会同国家发展改革委、工业和信息化部、住房城乡建设部、市场监管总局等12部门印发了《关于促进家居消费的若干措施》，提出从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等四个方面若干具体措施促进家居消费。9月1日，商务部发布《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》，提出于2023年9-12月在全国范围内组织开展“家居焕新消费季”活动；广泛动员行业协会、家居卖场、家居产品和家装企业、电商平台、金融机构、新闻媒体

等各方积极参与，统筹城乡，线上线下联动，丰富家居消费场景，提升家居消费供给，营造浓厚消费氛围。另一方面，出台多项措施促进家居行业做大做强。2023年7月19日，工信部、国家发改委和商务部联合发布《轻工业稳增长工作方案（2023-2024年）》，提出实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展；推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。2022年8月，工信部、住建部等四部门联合发布《推进家居产业高质量发展行动方案》，提出到2025年，目标培育50个左右知名品牌、10个家居生态品牌，建立500家智能家居体验中心，培育15个高水平特色产业集群，通过高质量的供给促进家居品牌的高品质消费。

表 2：促进家居消费的相关政策

发布日期	部门/会议	政策名称	简要内容
2023.9.1	商务部	《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》	提出于2023年9—12月在全国范围内组织开展“家居焕新消费季”活动。广泛动员行业协会、家居卖场、家居产品和家装企业、电商平台、金融机构、新闻媒体等各方积极参与，统筹城乡，线上线下联动，丰富家居消费场景，提升家居消费供给，营造浓厚消费氛围。“家居焕新消费季”启动仪式将于9月初举办，同时支持各地组织N场地方站活动。
2023.7.28	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023.7.24	中央政治局会议	-	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。
2023.7.12	商务部等13部门	《关于促进家居消费若干措施的通知》	家居消费涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域。提出从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等四个方面促进家居消费。
2023.6.29	国务院常务会议	--	审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，就促进家居消费部署相关举措。要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。
2023/7/28	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023/7/19	工信部、国家发改委、商务部	《轻工业稳增长工作方案（2023-2024年）》	实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展。积极开发推广绿色智能家用电器、休闲娱乐、个人护理和母婴家用电器、健康厨卫、智能化多场景照明系统、天然材质家具、功能型家具、智能锁具等产品。推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。开展“百企千县万村美丽家居”行动，推动绿色智能家居产品进乡村，营造美丽村居生活。举办家居焕新季等活动，鼓励有条件的地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新活动。

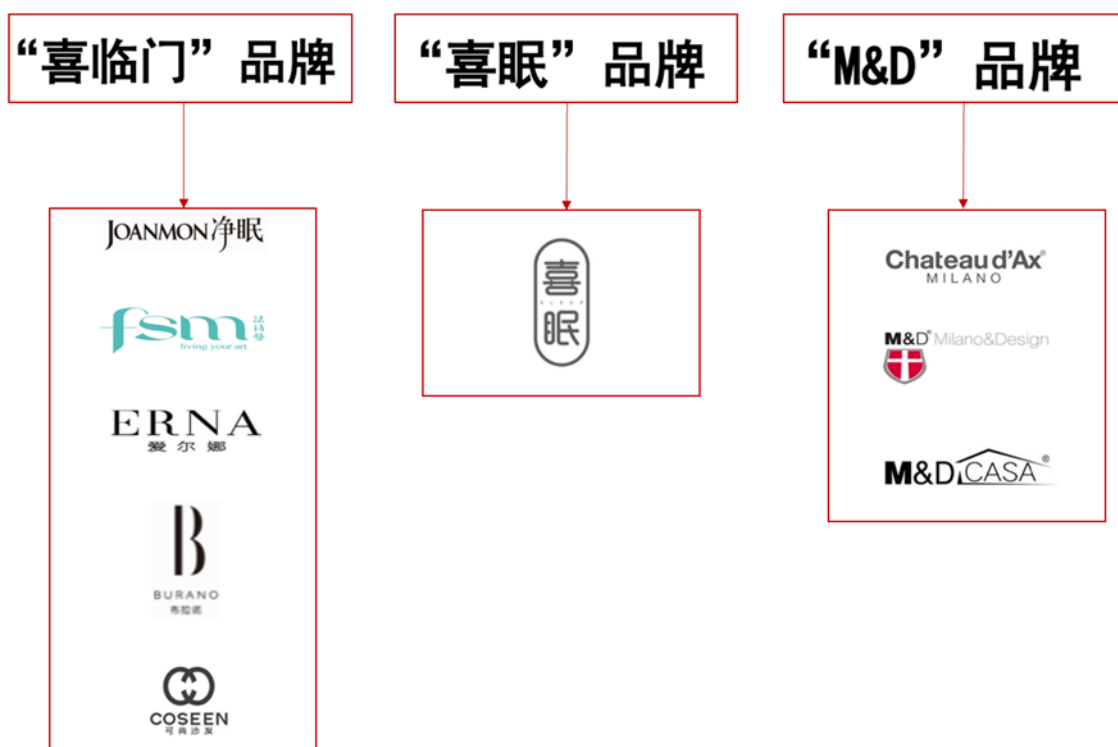
资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

3. 竞争优势：品牌品类共舞，渠道与研发协同发展

3.1 产品系列丰富，覆盖客户群体广

大举多品牌战略，产品系列丰富。公司主品牌“喜临门”旗下系列主要包括“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、及“可尚”。其中，净眠品牌定位于最懂中国人睡眠的床垫专家；以“精致、优雅、专业”作为核心价值主张。以床垫为核心，兼具软床、沙发，打造客餐厅空间化，为消费者打造一站式消费生活体验；“法诗曼”是公司旗下定位一、二、三线年轻消费群体，聚焦新婚刚需，解决中小户型需求，以现代简约，极简风格设计为主；“爱尔娜”定义为轻奢风格，定位高端客户群体；“布拉诺”的产品是专为青睐布艺的年轻消费群体设计的；“可尚”沙发品牌始终坚持自己的风格和品味，该系列以意式风格为主体，兼顾市场流行元素，紧扣“时尚舒适”主题。“喜临门”下沉品牌“喜眠”主打年轻化和性价比；意大利沙发品牌“M&D”定位高端沙发客群，旗下包含“Chateau d’Ax”、“M&D Milano&Design”、“M&D Casaitalia”。

图 20：公司品牌简介



资料来源：喜临门 2022 年年报，东莞证券研究所

加大品牌年轻化焕新力度，携手多档顶流综艺。据《2021 家装消费调研报告》显示，家装消费人群 80-95 后成为家装消费的绝对主力，总占比达到 91%，26-30 岁的消费者占比 12%，年轻化趋势愈发明显。公司也持续加快品牌年轻化的速度，官宣新生代知名演员杨洋作为新代言人；携手头部卫视打造综艺 IP，相继赞助了《跨界喜剧王》、《奔跑吧兄弟》、《青春环游记》、《向往的生活》等 8 档顶级综艺节目，助推品牌“出圈”。

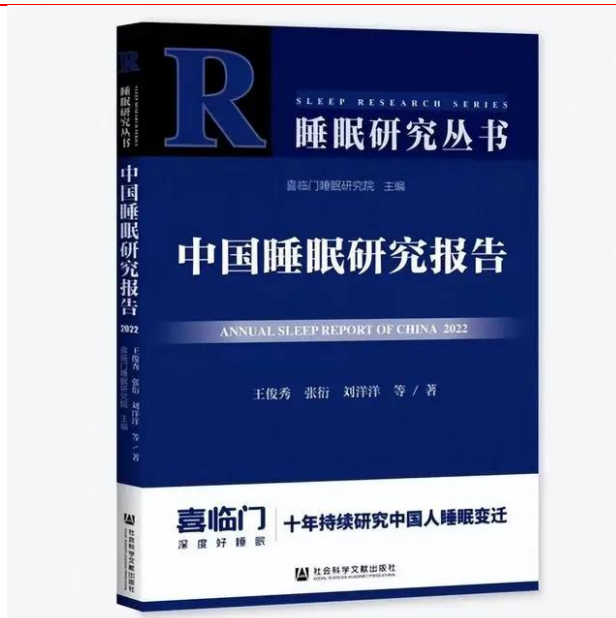
图 21：喜临门携手多档综艺



资料来源：喜临门微信公众号，东莞证券研究所

公司不断强化品牌在睡眠领域的专业形象和国民品牌形象。公司于 2022 年发布的《中国睡眠研究报告（2022）》蓝皮书是公司连续 10 年发布《中国睡眠指数报告》的全新升级，是由公司睡眠研究院主编、中国社会科学院社会学所研究完成、中国睡眠研究会提供学术支持，并由社会科学文献出版社出版的国内睡眠领域第一部蓝皮书。

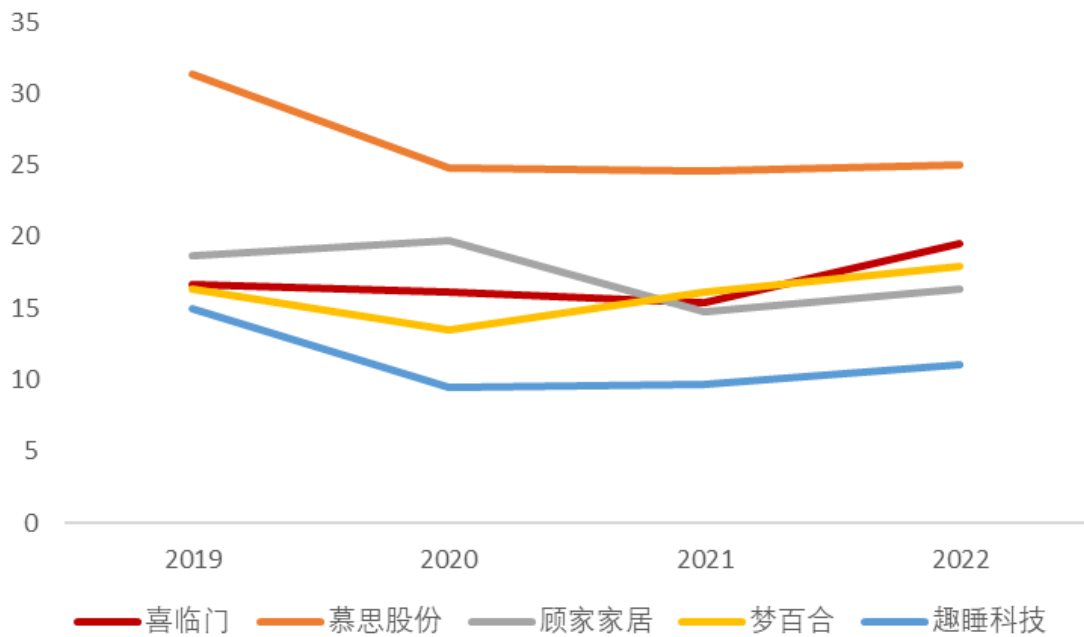
图 22：公司发布的《中国睡眠研究报告（2022）》蓝皮书



资料来源：喜临门微信公众号，东莞证券研究所

公司保持高销售费用率，持续扩大品牌影响力。推广宣传是软体家具企业实现产品销售和提升品牌竞争力的重要手段，喜临门进行多形式的品牌传播，玩转体育营销、综艺投放、时尚跨界。喜临门的销售费用率高于大部分同行业公司，2019-2022 年，喜临门的销售费用率从 16.7% 上升至 19.5%，规模效应下广告费用率波动上升。

图 23：同行业公司销售费用率对比（%）

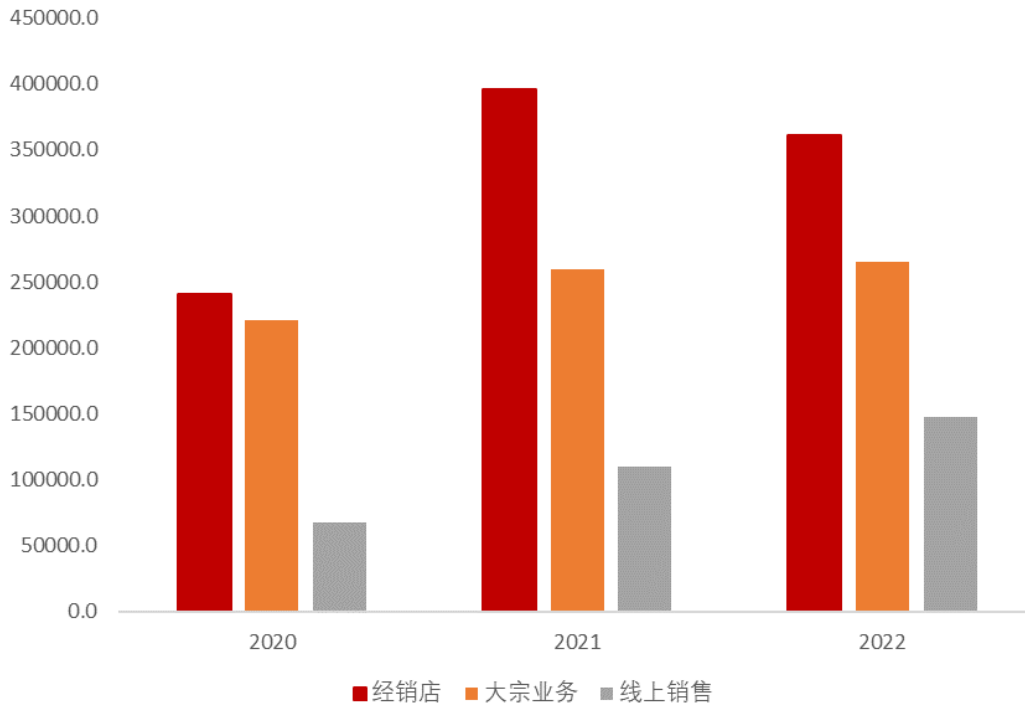


资料来源：ifind，东莞证券研究所

3.2 渠道网络布局广，强强联合实现共赢

公司以经销为主，销售网络多元化。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。**自主品牌零售渠道：**公司的零售渠道包括线下专卖店销售和线上平台销售。随着公司品牌力逐步提升，线下加盟商体系日益完善，线上平台运营模式不断创新，公司自主品牌零售渠道得到快速拓展。**线上渠道：**近年来，公司线上渠道发展迅速。2020-2022 年，公司线上渠道营收从 6.7 亿元增长至 14.8 亿元，CAGR 为 48.2%。公司已与天猫、京东、苏宁易购等核心电商平台形成深度合作；同时提前布局商超、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。**自主品牌工程渠道：**公司的主要合作单位为星级酒店管理公司、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，公司持续寻求新的合作模式，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。**OEM 业务渠道：**包括国际国内代加工业务，主要为宜家、NITORI、欧派家居、索菲亚、尚品宅配等国内外知名家具销售商提供床垫、床、沙发等产品的代加工服务，与优质企业合作，实现共赢。

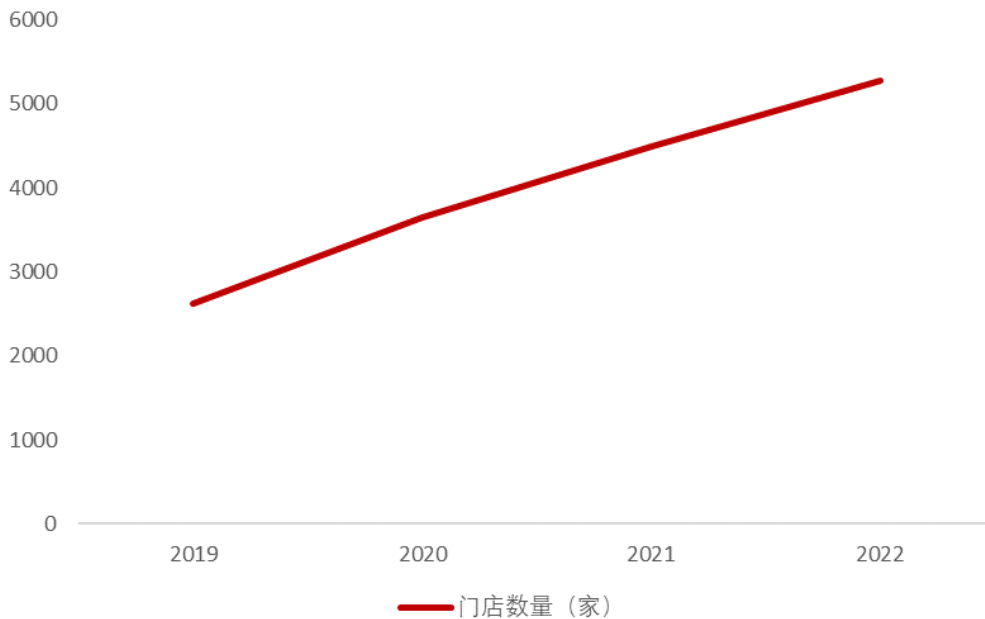
图 24：分渠道营收情况



资料来源：喜临门 2020-2022 年年报，东莞证券研究所

线下门店快速扩张。2019-2022 年，公司各类门店数量从 2620 家增长至 5273 家，CAGR 为 26.3%。公司以专卖店模式为主进行线下自主品牌渠道拓展，已形成以各大直辖市、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。随着与红星美凯龙、居然之家、月星等大型连锁家具卖场长期战略合作关系的确立，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；同时公司抢占先机，下沉渠道，助力经销商扩大渠道优势。

图 25：2019-2022 年公司门店数量情况（家）



资料来源：喜临门 2020-2022 年度报告，东莞证券研究所

线上渠道发展迅速，电商平台赋能获客能力。公司创新开展数字营销，实现多平台联动，线上线下均通过店铺自播+达人直播策略拓宽销售、引流造势。通过小红书、B 站、抖音等构筑全新的品牌公域流量内容生态，实现潜在客群的引流转化，并积极培育线上第二销售增长曲线，持续丰富多元化软体产品矩阵。此外，公司与天猫达成“家装家居新零售”合作，为消费者提供优质的家装本地化商品及履约服务；目前以上海、杭州为试点，积极推进“线上线下相融合”。

图 26：公司线上销售发展迅速



资料来源：喜临门微信公众号，东莞证券研究所

公司的品牌影响力同样体现在工程定制领域。公司产品获得人民大会堂、钓鱼台国宾馆、国家大剧院等接待标准的认可，代表中国家居品质接待来自世界各地的首脑及政要。公司产品被国内外 500 多家知名酒店集团长期采用，例如：希尔顿、洲际、万豪、凯宾斯基、假日酒店、雅高等。同时，公司与恒大、万科、融创、保利、龙湖、绿地、世茂等知名房地产集团达成了长期战略合作。

图 27：公司工程定制案例展示

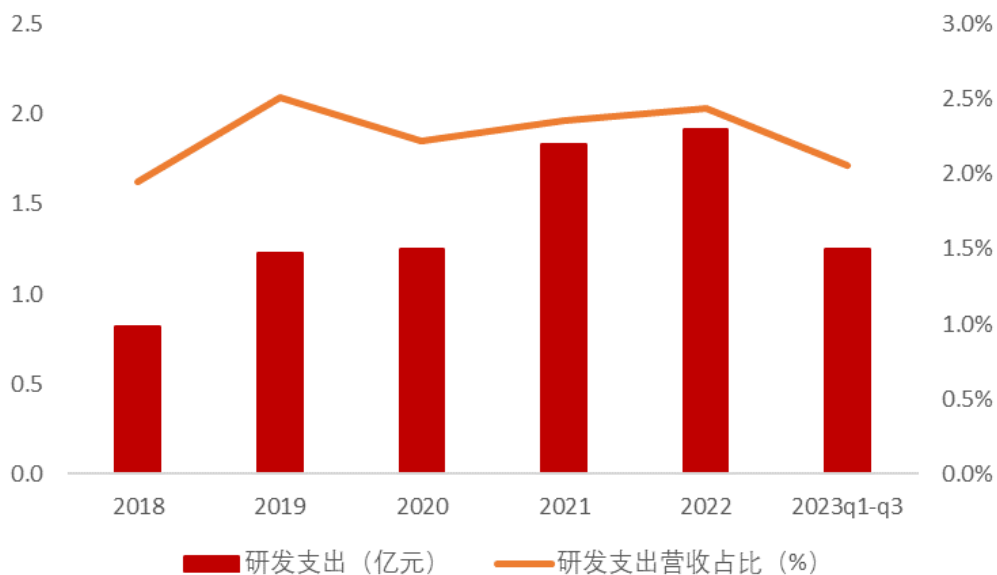


资料来源：喜临门官网，东莞证券研究所

3.3 公司重研发与创新，八大基地为产能保驾护航

公司重视研发，持续产品创新。公司是国家高新技术企业，拥有成熟的产品研发管理体系及完善的研发激励机制，为产品研发创造了良好的环境。公司逐步形成以自主研发为主、外部专家指导和高校合作并重的良性研发运作机制。从研发支出来看，2018-2022年，公司研发支出增长较快，从0.8亿元增长至1.9亿元，CAGR为23.5%。研发支出营收占比虽有所波动，但近年来始终保持在2%以上。从产品角度来看，公司持续丰富新技术新材料储备、缩短产品开发周期，始终以完善的市场分析数据为抓手。同时，公司与国际知名设计师保持合作提升设计水准，洞悉市场最新风尚及消费者偏好，产品风格符合当下流行审美，在行业内颇具竞争力。

图 28：2018-2023 年前三季度公司研发支出情况（亿元，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

八大生产基地，东南西北中全域覆盖。公司八大生产基地分别为绍兴总部、绍兴袍江、浙江嘉兴、河北香河、四川成都、广东佛山、河南兰考、江西萍乡（建设中），形成东南西北中全域覆盖。这有利于加快订单响应速度，降低生产成本，便捷保供营销网络。同时，公司在泰国设立海外生产基地，积极开拓海外业务，持续完善海外产能布局。此外，公司不断夯实制造端信息化和智能化，供应链精益化，巩固制造布局优势，逐步实现全球化品牌战略和供应链管理。公司现已完成数字化转型，引进了全球先进的智能化设备和工业流程，通过集成 CRM、SAP、MES、SRM 等系统，打通订单一体化生产流程，最大限度实现制造过程中的工艺数据化、生产自动化、信息自动化、物流自动化，使供应链管理更高效智能。

表 3：公司主营产品产销情况

床垫（张）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
2020	3548153	3481090	255968	-0.05	-0.98	35.50
2021	4586811	4420968	421811	29.27	27.00	64.79
2022	4433047	4316331	538527	-3.35	-2.37	27.67
床（套）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
2020	821880	813567	40195	13.43	13.76	26.07
2021	1002904	975726	67373	22.03	19.93	67.62
2022	1129373	1124426	72320	12.61	15.24	7.34
沙发（套）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
2020	182723	184872	8892	16.41	16.98	-19.46
2021	241074	234151	15815	31.93	26.66	77.86
2022	197309	191968	21156	-18.15	-18.02	33.77

资料来源：公司 2020-2022 年度报告，东莞证券研究所

4. 投资策略

首次覆盖，给予公司“买入”评级。预计公司 2023-2024 年每股收益分别为 1.36 元和 1.65 元，对应估值分别为 11 倍和 9 倍。公司是国内软体家居龙头企业，随着多品牌、多品类战略的稳步进行，渠道间的相互结合，未来成长可期。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 4：公司盈利预测简表（2024/2/23）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,839	8,709	10,107	11,632
营业总成本	7,525	8,053	9,324	10,689
营业成本	5,299	5,890	6,891	8,000
营业税金及附加	59	71	82	94

销售费用	1,530	1,533	1,708	1,850
管理费用	407	383	440	500
财务费用	38	-59	-64	-57
研发费用	191	235	268	302
公允价值变动净收益	-22	-22	-22	-22
资产减值损失	1	0	0	0
营业利润	339	700	826	986
加：营业外收入	6	6	6	6
减：营业外支出	23	19	19	19
利润总额	322	687	813	973
减：所得税	50	103	122	146
净利润	272	584	691	828
减：少数股东损益	35	69	67	93
归母公司所有者的净利润	238	516	624	735
摊薄每股收益(元)	0.63	1.36	1.65	1.94
PE(倍)	24	11	9	8

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

原材料价格波动的风险。公司生产所用的原材料主要包括发泡材料（聚醚、TDI 等）、海绵、无纺布、面料、皮革、钢丝等。受全球疫情反复、限电双控致工业生产增速放缓、资源供应不足、运输条件等影响，石油、化纤原料、钢材等大宗商品价格的波动将直接影响上述原材料的采购价格，导致生产成本的波动，从而影响公司的利润水平。

国际贸易摩擦风险。2018 年初以来，中美贸易摩擦不断升级，美国对从中国进口的包括床垫在内的 2000 亿美元清单商品加征 25%的关税，同时，对进口自中国的床垫作出反倾销裁定。2020 年 10 月 28 日，美国国际贸易委员会（ITC）公布对柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其和越南等 7 国的进口床垫反倾销税调查的初步裁定。若贸易摩擦持续深化，将可能会给公司未来业务发展带来一定的不利影响。

国内市场竞争加剧的风险。近年来中国家具行业发展迅猛，家居新秀不断涌现，向软体市场渗透，国内竞争进一步加剧；另一方面，中国巨大的消费市场也吸引了国际性家居品牌商的投入和布局，市场竞争程度有所加剧，企业之间的竞争从单一的价格竞争逐渐升级为公司制造、研发、品质、服务、品牌等方面的多元化竞争格局。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而影响公司的盈利能力。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn