

喜临门 (603008.SH)

从品牌向渠道的加速正向循环

喜临门是中国床垫第一股,软体家具上市公司中的床垫龙头。公司自1984年起专注于生产、销售床垫,截至18年底床垫营收达到26.15亿元,13-18年CAGR约28.07%。自18年控股意大利沙发品牌米兰映像,公司建立起以床垫为核心,以软床、沙发为扩充的产品矩阵,完善中高档及高档品牌矩阵,进入软体大家居时代。

行业处于跑马圈地阶段,预计21年市场规模超800亿元。同成熟的美国床垫市场对比,17年我国床垫市场规模约93.1亿美元(vs美国88亿美元),渗透率约60%(vs美国约85%),CR4约17.5%(vs美国约71%)。床垫行业产品标准化程度高,行业品牌力重要性凸出,集中度大幅提升为必然趋势,国内床垫龙头市占率加速提升空间巨大。床垫不同于定制家具,具备一定消费品属性,在弱周期中贯穿能力强,更换需求将带来每年4000万张的床垫增量。

从品牌向渠道的加速正向循环。自13年确立“由品质领先向品牌领先”,公司经历了渠道革新(13-16年)至17年开始的渠道扩张的变革,19年提出精耕细作,以提升渠道质量为目标,由“宜家亚太地区唯一主力供应商”的身份转型为国民床垫品牌,在17、18年渠道拓展阶段,公司每年净增门店487/580家,18年底门店总数达2387家,喜临门门店单店提货额65万元,13-18年提货额CAGR达15.23%。我们认为公司渠道规模、质量、品牌影响力具备加速正向循环的基础,硬件能力在床垫龙头抢占市占率背景下具备优势。

“喜临门”品牌是公司核心资产之一。公司品牌历年在中国品牌力指数床垫品牌排行榜中位列榜首,在18年中国品牌价值500强中估值100.73亿元。公司品牌形象由宜家主力供应商到国民品牌,带来盈利能力的结构性提升。17年起公司自主品牌销售额高于ODM/OEM模式,18年喜临门品牌产品(除夏图、M&D沙发)占家具营收比重48.25%,毛利率达43.67%。我们看好公司在渠道扩张、自主品牌放量的背景下,盈利能力持续提升。

盈利预测与投资建议:基于公司着重扩充渠道抢占市占率,喜临门自有品牌高毛利产品占比逐步提升,我们预计公司2019-2021年营业总收入为51.93/64.67/81.96亿元,归母净利润为2.81/3.52/4.45亿元,对于EPS为0.71/0.89/1.13元,当前股价对应PE为14.4X, 11.5X, 9.1X, 首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:地产景气度大幅下降风险,原材料价格大幅上涨风险,中美贸易摩擦反复风险,预测假设与实际情况有差异的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,187	4,211	5,193	6,467	8,196
增长率 yoy (%)	43.8	32.1	23.3	24.5	26.7
归母净利润(百万元)	284	-438	281	352	445
增长率 yoy (%)	39.2	-254.5	164.2	24.9	26.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.72	-1.11	0.71	0.89	1.13
净资产收益率(%)	10.3	-17.3	10.2	11.4	12.7
P/E(倍)	14.3	-9.2	14.4	11.5	9.1
P/B(倍)	1.50	1.77	1.58	1.40	1.22

资料来源:贝格数据,国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	家用轻工
最新收盘价	10.14
总市值(百万元)	4,003.86
总股本(百万股)	394.86
其中自由流通股(%)	80.93
30日日均成交量(百万股)	2.79

股价走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号: S0680512050001

邮箱: dingtingting@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3288	3326	4061	4662	5931
现金	1049	658	832	981	1045
应收账款	1032	1179	1554	1526	2377
其他应收款	82	0	56	78	92
预付账款	148	175	224	273	357
存货	787	928	1016	1396	1650
其他流动资产	190	385	380	407	410
非流动资产	2500	2667	2847	3008	3290
长期投资	12	12	14	16	18
固定投资	1109	1228	1456	1661	1927
无形资产	164	235	252	270	293
其他非流动资产	1215	1192	1125	1060	1052
资产总计	5788	5992	6909	7670	9221
流动负债	2872	3347	4005	4468	5617
短期借款	1094	1493	1572	1683	1962
应付账款	824	1071	1203	1620	1946
其他流动负债	954	782	1231	1165	1709
非流动负债	171	202	181	157	137
长期借款	144	151	130	106	86
其他非流动负债	27	51	51	51	51
负债合计	3043	3549	4186	4625	5754
少数股东权益	41	158	155	151	144
股本	394	395	395	395	395
资本公积	1432	1435	1435	1435	1435
留存收益	978	521	771	1095	1507
归属母公司股东收益	2704	2285	2567	2894	3323
负债和股东权益	5788	5992	6909	7670	9221

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	222	-139	490	527	389
净利润	282	-424	278	347	439
折旧摊销	114	146	136	158	140
财务费用	37	81	96	127	149
投资损失	-15	14	-7	-4	-3
营运资金变动	-272	-257	-14	-102	-339
其他经营现金流	77	301	0	0	5
投资活动净现金流	-669	1	-310	-315	-423
资本支出	314	361	178	159	280
长期投资	-314	273	-2	-2	-2
其他投资现金流	-668	635	-134	-158	-146
筹资活动净现金流	569	83	-6	-63	98
短期借款	349	399	79	111	279
长期借款	125	7	-21	-24	-20
普通股增加	11	1	0	0	0
资本公积增加	112	4	0	0	0
其他筹资现金流	-28	-328	-63	-150	-161
现金净增加额	123	-55	174	149	64

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3187	4211	5193	6467	8196
营业成本	2081	2997	3595	4462	5636
营业税金及附加	32	33	48	59	74
营业费用	463	942	717	905	1188
管理费用	226	197	358	459	598
财务费用	37	81	96	127	149
资产减值损失	59	345	57	58	57
公允价值变动收益	-15	-3	-0	-0	-5
投资净收益	15	-14	7	4	3
营业利润	319	-436	328	401	491
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	2	2	3	2	2
利润总额	320	-435	327	401	491
所得税	38	-11	49	53	52
净利润	282	-424	278	347	439
少数股东收益	-1	14	-3	-4	-7
归属母公司净利润	284	-438	281	352	445
EBITDA	478	-208	538	634	714
EPS (元/股)	0.72	-1.11	0.71	0.89	1.13

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	43.8	32.1	23.3	24.5	26.7
营业利润 (%)	25.8	-236.5	175.2	22.3	22.5
归属母公司净利润 (%)	39.2	-254.5	164.2	24.9	26.7
盈利能力					
毛利率 (%)	34.7	28.8	30.8	31.0	31.2
净利率 (%)	8.9	-10.4	5.4	5.4	5.4
ROE (%)	10.3	-17.3	10.2	11.4	12.7
ROIC (%)	7.8	-8.7	7.9	8.7	9.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.6	59.2	60.6	60.3	62.4
净负债比率 (%)	11.7	40.4	33.2	27.7	30.0
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.7	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	3.7	3.8	3.8	4.2	4.2
应付账款周转率	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.72	-1.11	0.71	0.89	1.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.69	-1.16	1.24	1.33	0.99
每股净资产 (最新摊薄)	6.85	5.79	6.50	7.33	8.42
估值指标 (倍)					
P/E	14.3	-9.2	14.4	11.5	9.1
P/B	1.50	1.77	1.58	1.40	1.22
EV/EBITDA	9.29	-25.2	9.6	8.0	7.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、中国床垫第一股，国民品牌焕发进入加速期	5
二、行业规模扩容潜力巨大，龙头跑马圈地正当时	8
2.1 中国床垫行业规模增速稳健，预计 21 年规模约 800 亿元	8
2.2 行业天然属性集中度高，当前 CR4 仅约 17%	10
2.3 他山之石，看美国床垫产业发展历程	12
三、喜临门：从品牌到渠道的加速正向循环	14
3.1 从渠道焕新，到强势扩大市占率	15
3.2 “喜临门”品牌是公司核心资产之一	18
3.3 全国六大基地形成强劲供应体系，东南亚产能抵御贸易摩擦	20
3.4 18 年影视行业经历波折，影视业务计提商誉减值	21
四、财务分析：核心业务驱动，进入上升期	22
4.1 家具业务逆势维持高增长，看好渠道+品牌双轮驱动下维持高增速	23
4.2 盈利能力：严控费用、OBM 占比提升，盈利能力进入长期上行通道	24
4.3 资产负债情况良性可控，现金流预期好转	26
五、盈利预测与投资建议	28
5.1 分产品盈利预测	28
5.2 相对估值对比	28
风险提示	29

图表目录

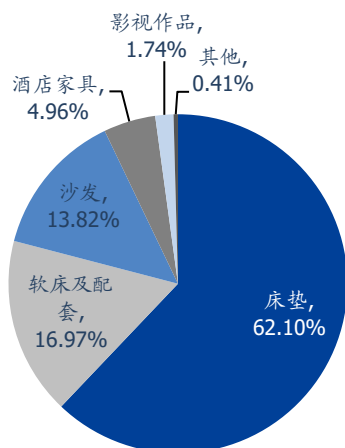
图表 1: 2018 年公司营收结构（按产品分类）	5
图表 2: 公司分地区营收占比	5
图表 3: 公司品牌及产品系列	5
图表 4: 公司销售模式	7
图表 5: 中国床垫市场规模（亿美元）	8
图表 6: 中美每百人消费床垫量级渗透率对比	8
图表 7: 中美床垫行业发展历史沿革	9
图表 8: 我国床垫市场空间测算	9
图表 9: 17 年中国床垫行业集中度 CR4 约 17.5%	10
图表 10: 17 年美国床垫行业集中度 CR5 约 71%	10
图表 11: 2017 年中国床垫行业各品牌门店数量（家）	10
图表 12: 各品牌市占率历年变化	10
图表 13: 软体家具上市公司床垫收入及增速	11
图表 14: 软体家具上市公司床垫毛利率	11
图表 15: 软体家具各公司床垫特色	11
图表 16: 旗舰店总销量前五产品总销量对比（件）	12
图表 17: 销量第一产品单价（元）	12
图表 18: 美国床垫市场主要玩家市占率变化	12
图表 19: 美国床垫 CR15 提升历程	12
图表 20: 1930 年席梦思广告	13
图表 21: 1933 年席梦思广告	13
图表 22: 泰普尔营收规模随记忆棉产品普及提升	13
图表 23: 互联网记忆棉品牌 Casper 美国市场销售情况	14

图表 24: 从品牌、渠道到扩张的正向循环	14
图表 25: 公司历年渠道战略	15
图表 26: 2018 年公司各渠道收入占比	15
图表 27: 2018 年软体家居公司渠道布局情况 (单位: 家)	16
图表 28: 公司历年终端门店数量 (18 年含夏图、M&D)	16
图表 29: 喜临门门店单店提货额 (万元)	16
图表 30: 公司历年头部经销商数量	16
图表 31: 2017 年国内知名家居卖场门店数量及辐射区域	17
图表 32: 酒店家具营收及增速	17
图表 33: 酒店家具毛利率	17
图表 34: 公司线上渠道收入及增速	18
图表 35: 公司以喜临门为核心的品牌金字塔	18
图表 36: 入选 18 年 CCTV 国际品牌计划-行业领跑者	19
图表 37: 喜临门“全民护脊日”活动	19
图表 38: 2012-2019 年中国品牌力指数 (C-BPI®) 床垫品牌排行榜	19
图表 39: 公司历年销售费用投放效率	20
图表 40: 分线级城市门店销售额占比	20
图表 41: 全国六大生产基地	20
图表 42: 公司泰国生产基地-莎芬有限公司	21
图表 43: 公司泰国生产基地厂内图	21
图表 44: 软体家具上市公司产能布局梳理	21
图表 45: 晟喜华视经营数据及收购评估时预计净利润 (百万元)	22
图表 46: 影视行业主流公司营收及利润情况 (亿元)	22
图表 47: 公司分季度营收及利润情况 (百万元)	23
图表 48: 公司历年营业总收入及增速	23
图表 49: 软体家居上市公司 2018 年总营收情况 (亿元)	23
图表 50: 公司历年产品营收结构趋势 (百万元)	24
图表 51: 分产品营收增速 YoY	24
图表 52: 19Q1 分业务营收、利润及增速 (百万元)	24
图表 53: 公司历年归母净利润及增速	25
图表 54: 软体家居上市公司历年归母净利润增速	25
图表 55: 行业销售期间费用率情况	25
图表 56: 公司历年三费情况	25
图表 57: 同业自营渠道核心品类毛利率	26
图表 58: 同业产品成本拆解	26
图表 59: 软体家居上市公司销售毛利率情况	26
图表 60: 软体家居上市公司销售净利率情况	26
图表 61: 公司历年资产负债率情况	27
图表 62: 偿债指标: 流动比率、速动比率	27
图表 63: 公司历年现金流情况	27
图表 64: 分业务盈利预测 (百万元)	28
图表 65: 软体家具企业 EPS (摊薄) 对比	28
图表 66: 软体家具企业 PE 对比	29

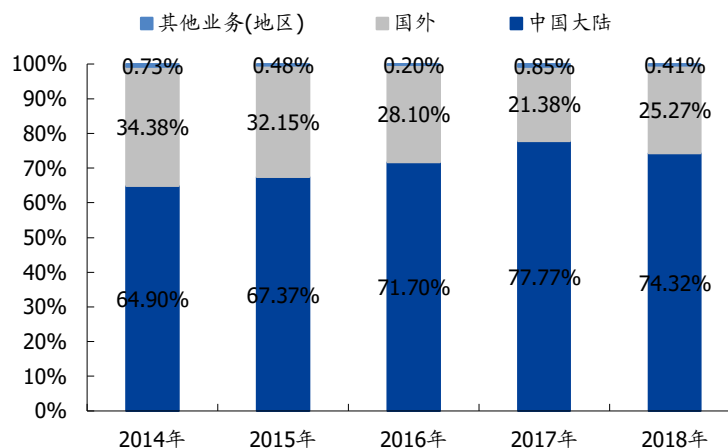
一、中国床垫第一股，国民品牌焕发进入加速期

喜临门，国内首家登陆A股的床垫生产企业，家具板块上市公司中的床垫龙头。自1984年起以“致力于人类的健康睡眠”为使命，建立起完整的床垫、床、沙发及配套产品生产、销售体系，依托设计研发实力、自主品牌影响力、品质控制能力和营销网络优势不断强化的综合竞争力，成为中国床垫行业发展领军者，荣获中国“A”级产品、中国民营企业品牌竞争力50强、最受消费者欢迎十大床垫品牌、“浙江制造”品牌认证、床垫行业C-BPI（中国品牌力指数）第一品牌等荣誉。

图表 1: 2018 年公司营收结构（按产品分类）



图表 2: 公司分地区营收占比



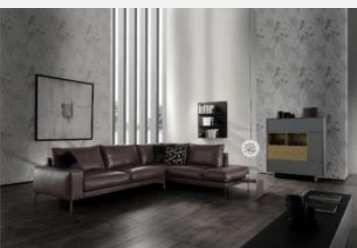
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

以“喜临门”品牌床垫为核心的产品、品牌矩阵：公司床垫品牌体系拥有“净眠”、“云眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“可尚”、“爱倍”、“城市爱情”等系列，以及意大利沙发品牌“夏图”及“M&D Milanno&design”、“M&D Casaitalia”。

图表 3: 公司品牌及产品系列

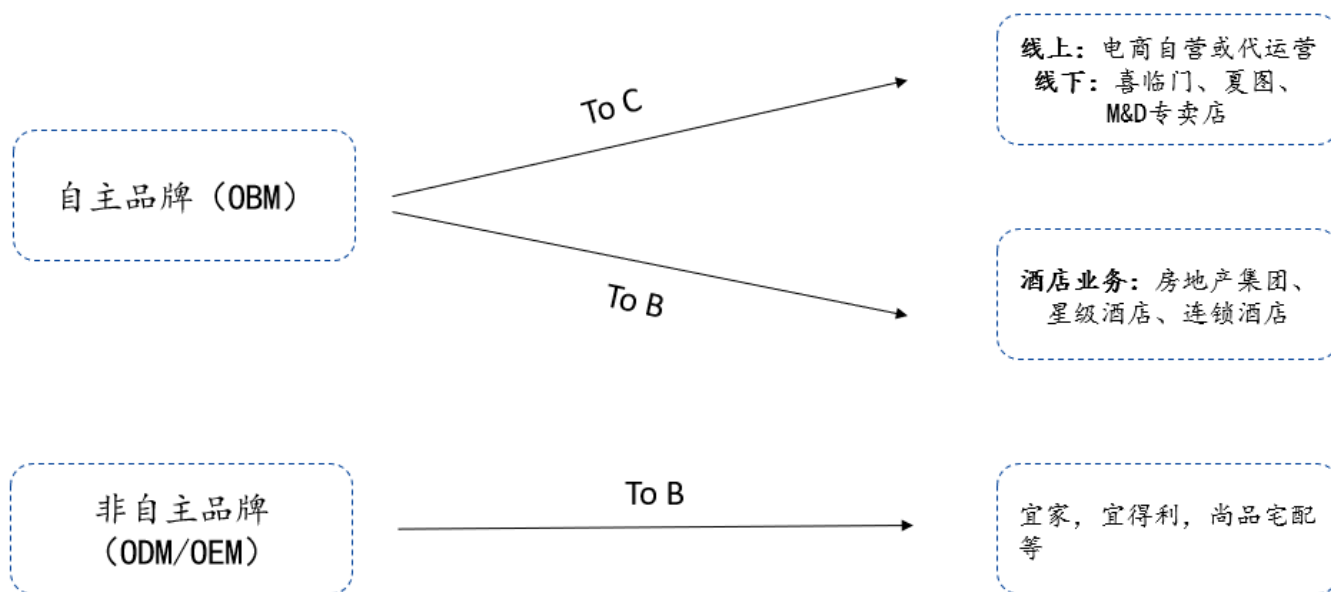
品牌	产品及系列	产品图片	产品定位	目标客户群
喜临门	床垫 净眠		中高端	关注睡眠健康的消费群
	床 法诗曼		中高端	追求时尚浪漫的年轻消费群

喜临门	床	爱尔娜		高端	追求品质生活的高端消费群
		爱倍		中端	追求经济简约的网络消费群
	寝具	城市爱情		中端	年轻时尚的网络工薪消费群
		可尚		中高端	追求简约时尚的中端消费群
		Milan&design		中高端	追求意大利设计风格的中高端消费群
M&D	沙发	Casaitalia		中端	追求意大利设计风格的中端消费群
		Chateau d' Ax		高端	追求品质和意大利原创的高端消费群

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

销售模式：自主品牌业务（OBM）以 toC 模式为主，以线上线下为主要渠道，包含 toB 的酒店业务；非自主品牌业务（ODM/OBM）为 toB 模式。17 年开始，现在渠道扩张为公司战略重点，截至 18 年底，拥有 2020 家喜临门专卖店、319 家 M&D 及 48 家夏图沙发专卖店。线上销售通过入驻天猫、京东、苏宁易购等电商品牌自营或代运营。非自住品牌的 OEM/ODM 业务公司根据境内外分设集团客户部和国际事业部进行管理，客户包括宜家，宜得利等，是宜家在亚太地区的唯一一家主力床垫供应商，在国内所有产品供应商中质量控制级别等级最高的企业之一。

图表 4：公司销售模式



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

股权结构集中稳定，股权激励计划绑定核心管理层，员工持股计划凝聚战斗力。截止 2019 年 3 月 31 日，公司实际控制人，董事长陈阿裕，通过直接和间接方式持股约 36.1%，控制权集中稳定。2017 年公司推出股权激励计划，在 2017 年限制性股票激励授予后，高管（不包括董事长）共计持股约 6%。鉴于 2018 年影视业务拖累整体利润下滑，公司股权激励计划首次授予限制性股票第二期及预留部分限制性股票第一期解锁条件未能达成，合计 372 万股已授予但尚未解除限售的限制性股票由公司回购注销。2015 年第一期员工持股计划共计持股 1.83%，持股计划中包含高管 9 人，其他员工 141 人。

图表 3：截至 19Q1 公司股权结构



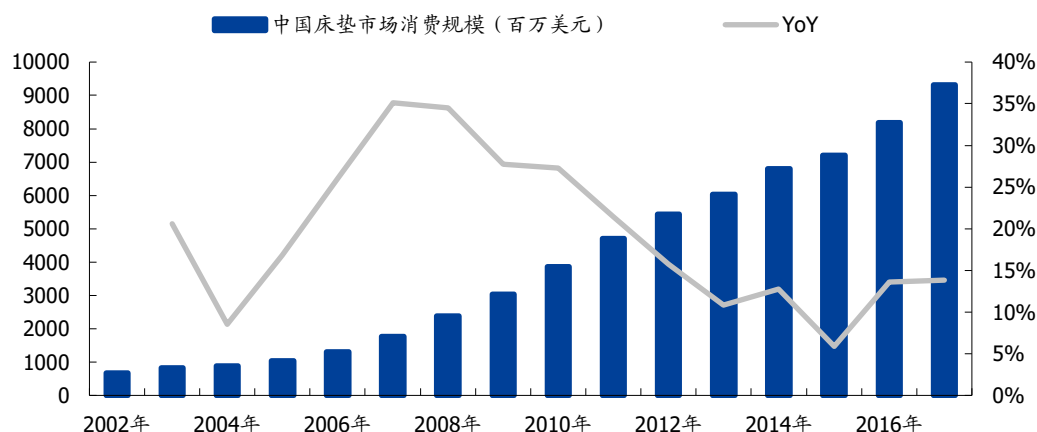
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

二、行业规模扩容潜力巨大，龙头跑马圈地正当时

2.1 中国床垫行业规模增速稳健，预计 21 年规模约 800 亿元

国内床垫消费总额截至 2017 年底约为 93.1 亿美元，13-17 年 CAGR 达 11.47%。根据国际睡眠协会（ISPA）和 CSIL 数据显示，中国床垫消费总额从 2013 年的 60.3 亿美元增长到 2017 年的 93.1 亿美元，CAGR 达到 11.47%，2017 年同比增长 13.81%。17 年美国床垫市场规模为 88 亿美元，同比增长 6.5%，美国床垫行业相较于中国发展时间更加长久，目前已进入成熟期，发展速度放缓，从市场规模来看，中国已经超越美国成为全球最大的床垫消费市场。

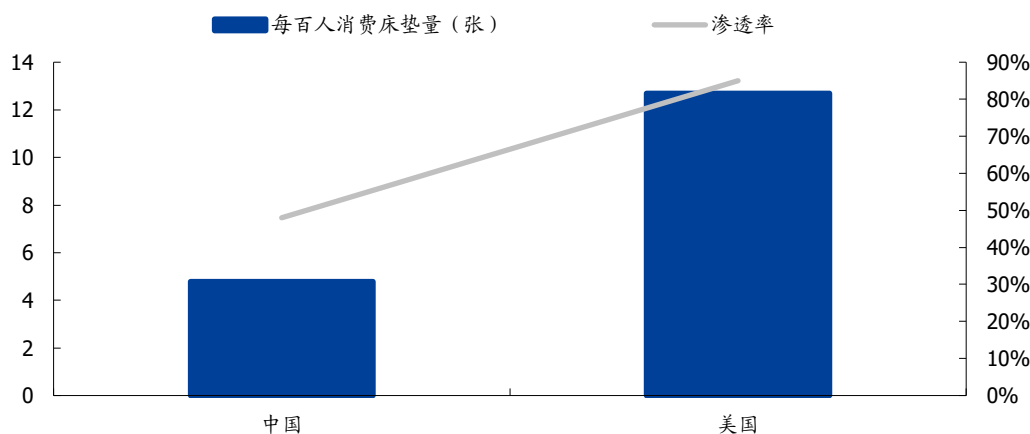
图表 5：中国床垫市场规模（亿美元）



资料来源：CSIL, ISPA, 国盛证券研究所

虽然中国床垫行业市场规模较大，但渗透率相比于发达国家仍落后很多。CSIL 数据显示，发达国家床垫渗透率达到 85%，而中国床垫渗透率仅 60%，我国 17 年每百人消费量仅 4.8 张，同期美国为 12.7 张。渗透率低于美国，主要基于床垫进入中国市场相对较晚。同时，中国消费者更换床垫周期较长，根据 Furniture today 的市场调查，中国消费者 5 年以内更换床垫的比例仅有 14%，平均 10 年一更换，而美国消费者 5 年内更新床垫占比最大，占比 48%。

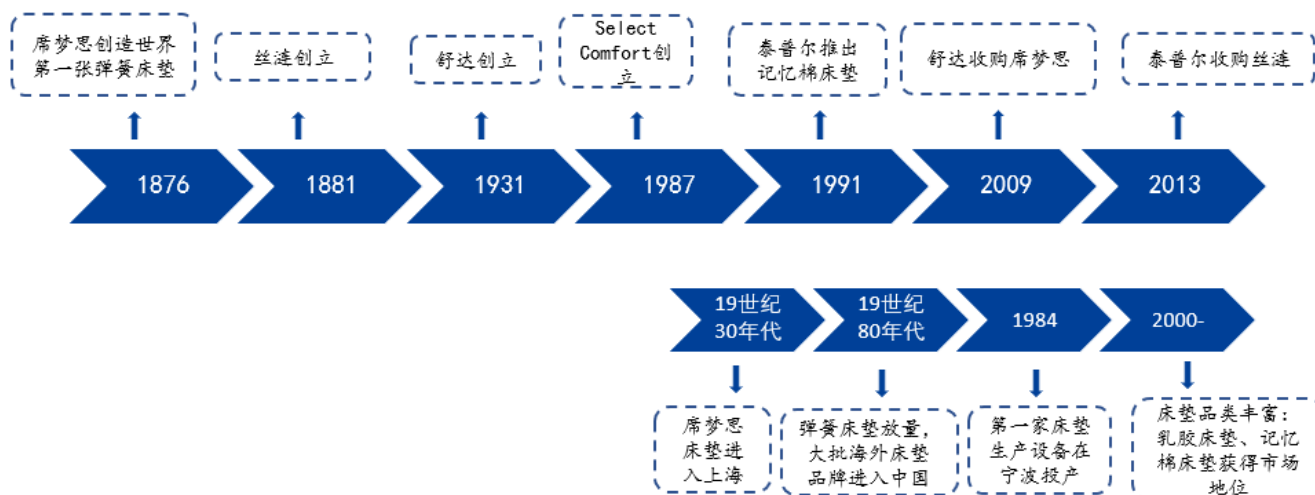
图表 6：中美每百人消费床垫量级渗透率对比



资料来源：CSIL, 国盛证券研究所

我国床垫市场空间潜力巨大，产品具备消费品属性贯穿弱周期能力强。我们认为中美市场床垫渗透率差距较大不是文化差异及中西方产品使用习惯差异问题，而是普及时间长短的问题。中国床垫行业自诞生至今不过 50 年时间，占市场主流的弹簧床垫引入只有 30 年，发展周期远低于美国，经历了从木板床到泡沫床垫，再到弹簧床垫、记忆棉、乳胶床垫的发展历程。基于中美人口规模对比，及社会消费能力具备、家居主流消费群体年轻化等原因，我们认为中国床垫行业规模扩张仍有较大空间。

图表 7：中美床垫行业发展历史沿革



资料来源：新浪家居，国盛证券研究所

21 年市场规模有望超过 800 亿元，核心需求来自三方面：新房新增需求、存量房更换需求、酒店商用需求。其中新房新增需求及存量房更换需求为主要增量。基于测算，根据 ISPA 数据，中国床垫存量消费额 2017 年为 93.10 亿美元（约 633.08 亿元），到 2021 年市场规模可达 810.54 亿元。床垫产品不同于定制家具，具备一定消费品属性，存量市场具有相对较高更新替代需求，在地产后周期中贯穿能力相对更强。（市场规模测算假设：每户面积 100 m²，每户床垫需求两张，存量更换比例为 3%，床垫平均售价 1000 元。）

图表 8：我国床垫市场空间测算

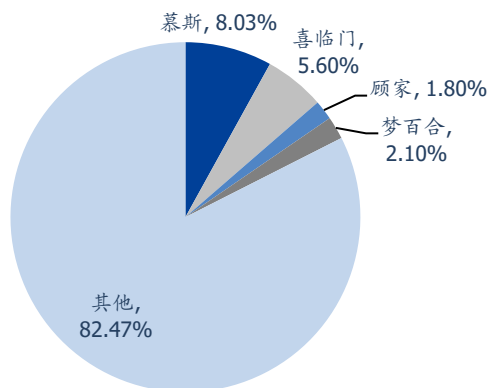
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
商品住宅销售面积（万平方米）	144789.0	147929.4	142161.6	138607.6	137360.1
商品住宅销售 YoY	5.27%	2.17%	-3.90%	-2.50%	-0.90%
商品住宅销售套数（万套）	1447.9	1479.3	1421.616	1386.076	1373.601
床垫渗透率	60%	61%	62%	63%	64%
新房床垫需求（万张）	1737.47	1804.76	1762.80	1746.46	1758.21
存量更换比例	3%	3%	3%	3%	3%
存量更换数量（万张）	4593.30	4998.57	5378.64	5848.82	6347.18
合计需求增量（万张）	6330.77	6803.33	7141.44	7595.28	8105.39
市场规模（亿元）	633.08	680.33	714.14	759.53	810.54
Yoy	13.81%	7.46%	4.97%	6.35%	6.72%

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

2.2 行业天然属性集中度高，当前 CR4 仅约 17%

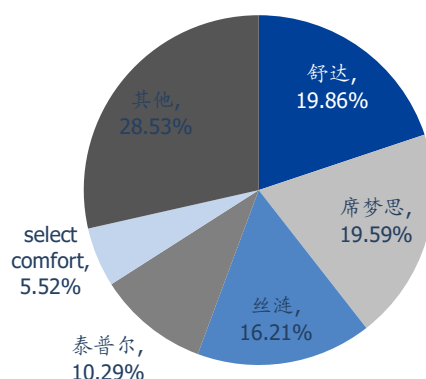
目前中国床垫行业集中度低，CR4 仅为 15%，美国 CR4 为 71%。美国床垫行业竞争格局为寡头垄断。据 Euromonitor 统计，2017 年我国床垫行业集中度仅为 17.5%，相比于美国的 73%，集中度有巨大提升空间。相对于其他家居产品，床垫产品更容易标准化以及规模化，这使得床垫行业最具备品牌化的基础，龙头企业的规模优势和品牌效应将逐步显现。同时，随着供给侧改革的进行，去库存、去产能力度加大，环保要求愈加严格，床垫行业竞争格局将重新洗牌，集中度将会进一步提升。

图表 9: 17 年中国床垫行业集中度 CR4 约 17.5%



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

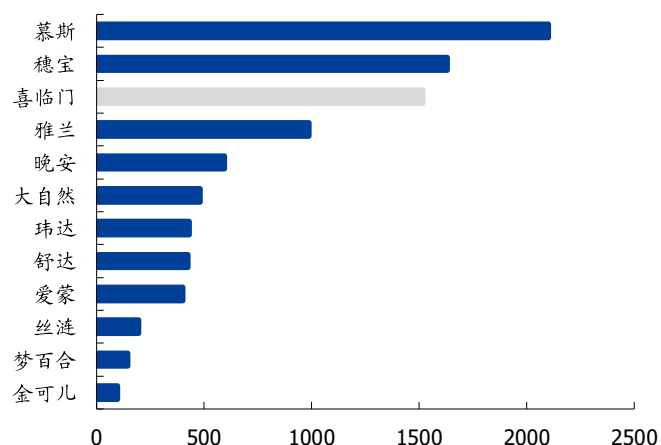
图表 10: 17 年美国床垫行业集中度 CR5 约 71%



资料来源: ISPA, 国盛证券研究所

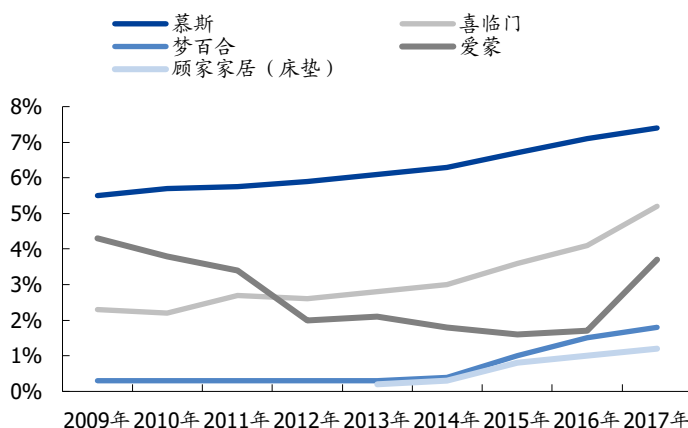
国内床垫市场当前慕斯为门店数量及市占率龙头，喜临门、梦百合增速可观。慕斯从门店数量及营收规模来看为当前龙头，喜临门、梦百合市占率增速有明显追赶之势。

图表 11: 2017 年中国床垫行业各品牌门店数量 (家)



资料来源: 泛家居网, 国盛证券研究所

图表 12: 各品牌市占率历年变化

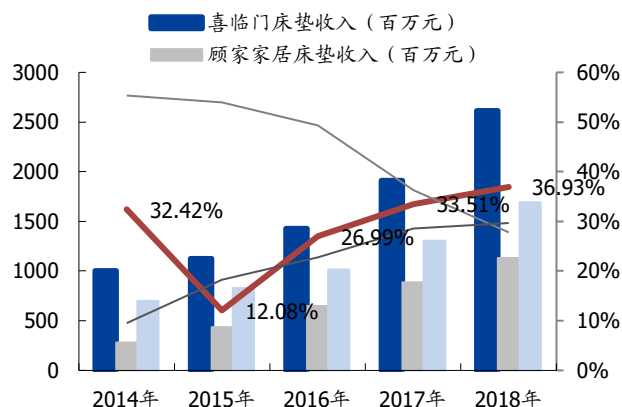


资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

喜临门为软体家具上市公司中床垫龙头，看好持续扩大市占率占据龙头地位。公司以床垫业务为核心品类（18 年占总营收 62.10%），17 年底控股意大利品牌米兰映像，将沙

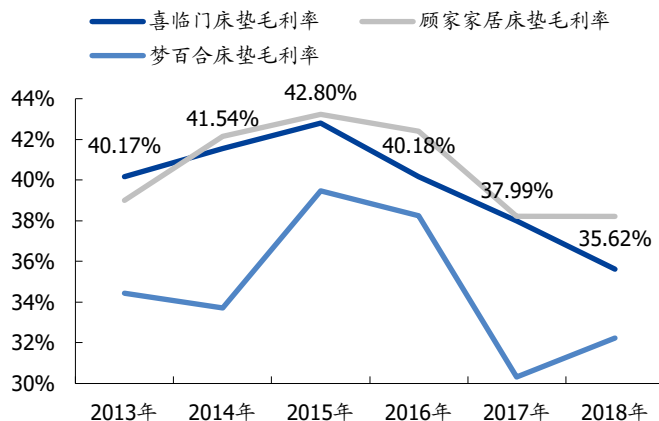
发扩充至产品矩阵，在国内床垫行业，公司产品、渠道、品牌具备突出优势。经历渠道革新、品牌强化，公司自17年渠道拓展迅猛，我们看好公司在中国床垫行业低集中度背景下，聚焦强势产品，利用“渠道革新-品牌强化-渠道扩张”正向循环，持续扩大市占率占，据绝对领先地位。

图表 13: 软体家具上市公司床垫收入及增速



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 软体家具上市公司床垫毛利率



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

国际品牌定位高端，中高端市场以国内品牌为主。国内高端市场主要玩家以国外品牌为主，包括席梦思、丝涟、舒达等；中高端市场以喜临门、顾家家居、梦百合为主，中低端市场以地方性品牌为主。从产品门类来看，弹簧床垫符合国人对床垫硬度偏好，占据绝对份额，市场份额达到约85%；新型品种记忆棉以梦百合为细分领域龙头，记忆棉体感较软，产品特色为无压力、慢回弹，属于新型健康产品，尚处于产品导入普及期。

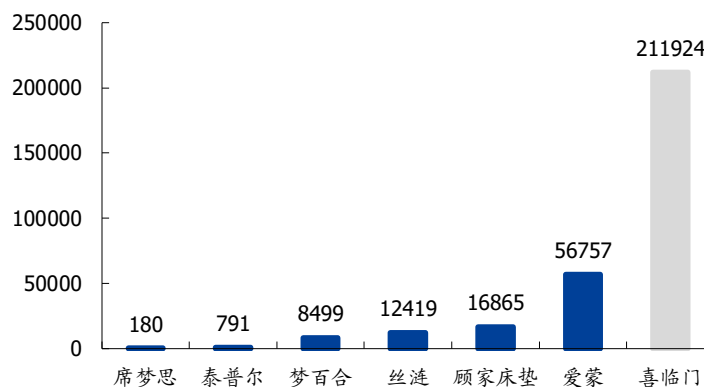
图表 15: 软体家具各公司床垫特色

品牌	核心功能	产品矩阵	主力价格带	目标群体	宣传口号
顾家家居	软硬兼顾	海绵+弹簧+乳胶	2500-4500	舒适、护脊	关注国人健康睡眠
梦百合	慢回弹，深睡眠	主打记忆棉	2000-5000	追求深度睡眠	零压，重新定义睡眠
喜临门	保护脊椎	乳胶+弹簧+记忆棉+椰棕	3000-6000	关注睡眠健康	让美梦发生
慕斯	保护脊椎	乳胶+弹簧+椰棕	8000-12000	久坐办公	私人定制健康睡眠
席梦思	均匀受力支撑	弹簧	7000-10500	亚洲设计	肩负弹簧床垫代名词使命

资料来源: 各公司公告, 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

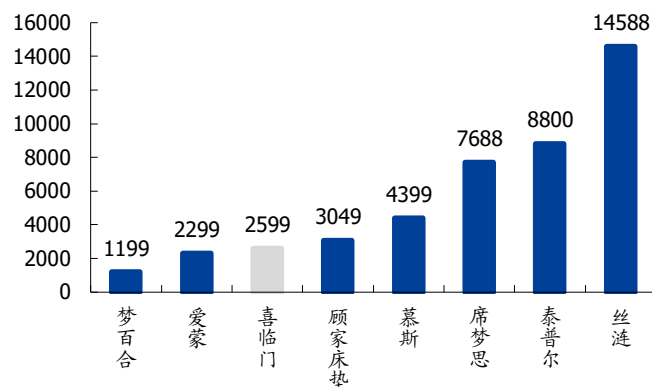
从天猫旗舰店观察，线上国内品牌销量最大，进口品牌占据高端价格带。从天猫旗舰店数据部分反应了国内床垫消费格局：以弹簧床垫为主，以乳胶为补充，记忆棉产品处于产品导入期。国内品牌床垫对消费群体覆盖面更广，主打中端及中高端，所对应消费群体基数更大。喜临门、顾家、梦百合及慕斯等均有局部高端价格带产品，但当前高端市场洋品牌竞争力相对更强，品牌溢价更突出。

图表 16: 旗舰店总销量前五产品总销量对比 (件)



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 17: 销量第一产品单价 (元)



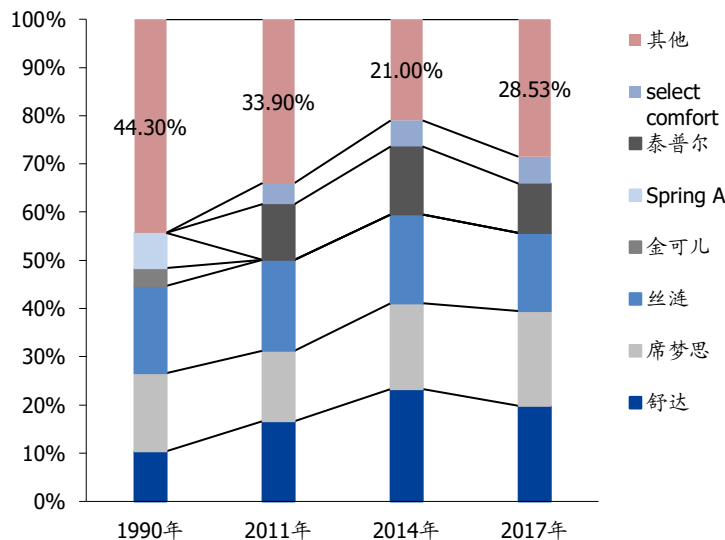
资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

2.3 他山之石, 看美国床垫产业发展历程

美国床垫集中度高, 17 年 CR4 约 71%, 龙头通过前期提升产品力, 中期扩大营销广告投入, 后期横向并购提升市占率。美国床垫行业发展大致历经 4 个阶段: 产品导入期, 品牌建设期, 整合并购期, 线上分流期。

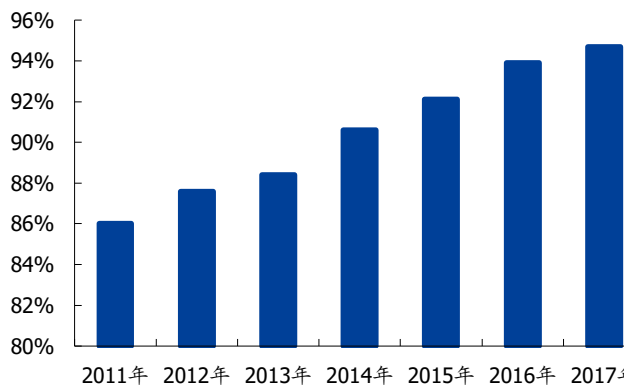
产品导入期 (1876-1931 年): 1876 年, 世界第一张弹簧床垫在美国诞生; 1881 年, 丝涟创立; 1931 年, 舒达创立。产品力成为龙头市场扩张的利器。

图表 18: 美国床垫市场主要玩家市占率变化



资料来源: ISPA, 国盛证券研究所

图表 19: 美国床垫 CR15 提升历程



资料来源: ISPA, 国盛证券研究所

品牌建设期 (19 世纪 50 年代-20 世纪五十年代): 自 19 世纪 50 年代, 美国电视广告兴起, 各大品牌抓住电视全国性营销机遇, 扩大品牌影响力提升市占率。另一重要广告渠道为报纸杂志, 20 世纪美国床垫广告频频见报, 不乏高质量深入人心的广告语。

图表 20: 1930 年席梦思广告



资料来源: Furniture Today, 国盛证券研究所

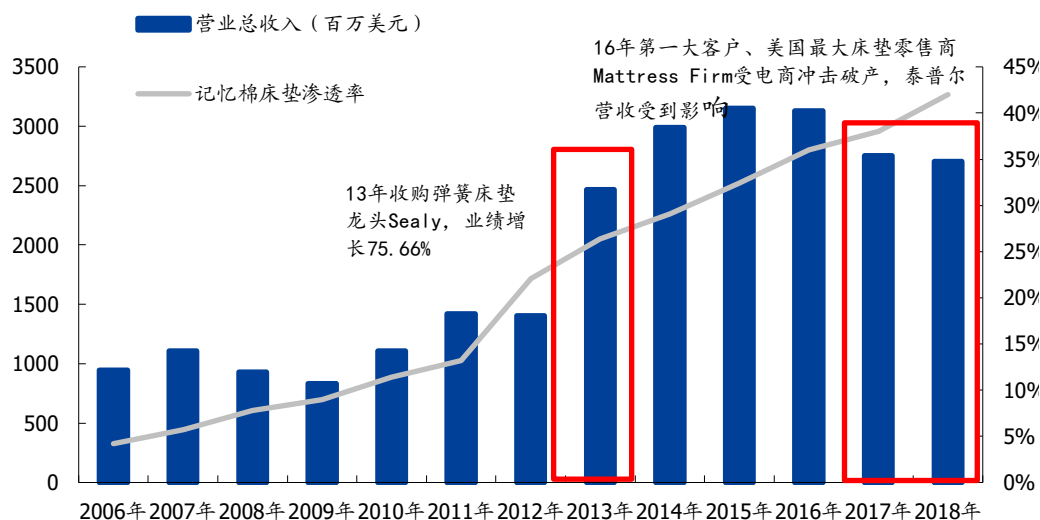
图表 21: 1933 年席梦思广告



资料来源: Furniture Today, 国盛证券研究所

整合并购期(21 世纪初): 两起里程碑式事件为: 2009 年, 席梦思与舒达两大龙头合并; 2013 年, 记忆棉龙头泰普尔完成对丝涟的收购, 更名为泰普尔丝涟公司, 行业集中度空前提升。

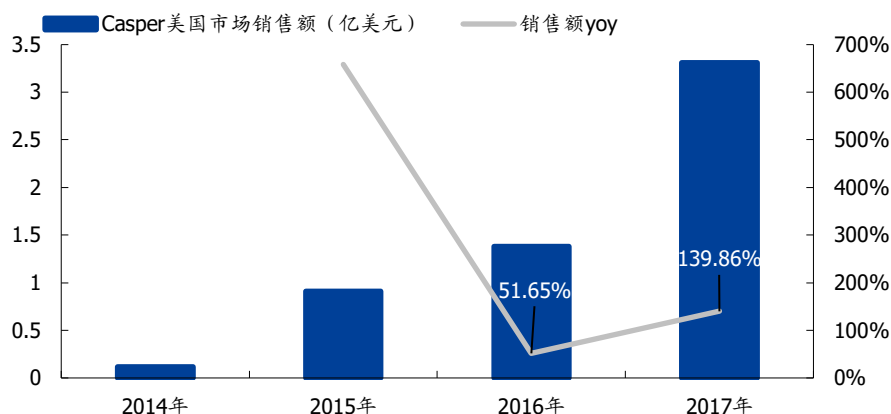
图表 22: 泰普尔营收规模随记忆棉产品普及提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线上分流期(2009 年-): 自 09 年开始互联网床垫品牌出现, 代表为 Saatva、Tuft&Needle、Casper、Leesa 等。床垫基于标准化相对较高、消费属性强、家居主流购买群体网购能力成熟, 获得了高速增长。国互联网记忆棉床垫品牌 Casper, 以“mattress in box”的概念记忆解决了床垫的运输难、仓储成本高等痛点, 在成立第四年即占据 1.9% 的市场份额, 销售额达 3 亿美元; 截至 17 年底, TOP5 互联网床垫品牌实现营收约 15 亿元, 同增 85% 左右, 前五大传统床垫市场份额出现下滑。

图表 23: 互联网记忆棉品牌 Casper 美国市场销售情况



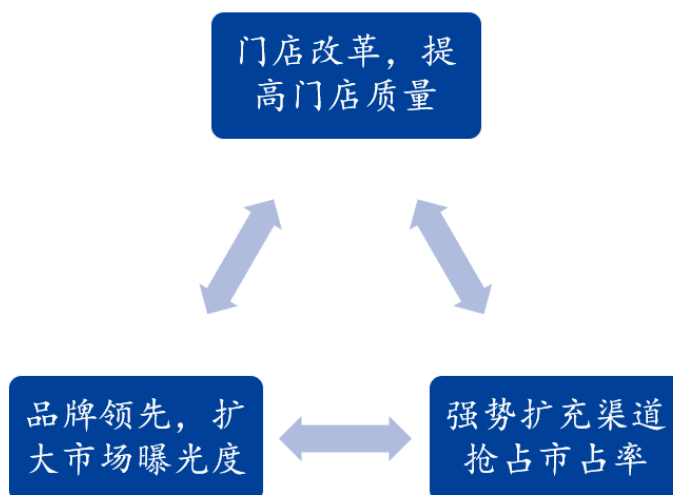
资料来源: ISPA, 国盛证券研究所

我国当前床垫产业格局处于集中度提升关键阶段, 具备一定渠道规模及品牌影响力, 成为当前竞争格局中的重要优势。通过分析美国床垫发展历程, 我们发现前: 1) 床垫行业龙头集中度天花板高; 2) 行业竞争后期龙头可能通过横向并购提升市占率; 3) 电商为床垫销售重要渠道。

三、喜临门: 从品牌到渠道的加速正向循环

公司渠道规模、质量、品牌影响力具备加速正向循环的基础, 硬件能力 (生产力、品牌力) 在床垫龙头抢占市占率背景下具备优势。通过公司历年工作重心可以发现, 公司经历了“品牌领先-渠道革新-全面推进招商”的从质向量的推进, 在当前加速提高市占率的背景下, 市场影响力、生产能力及门店质量有扎实基础。

图表 24: 从品牌、渠道到扩张的正向循环



资料来源: 国盛证券研究所

3.1 从渠道焕新，到强势扩大市占率

从渠道结构变革到盈利能力变革：经销店及线上成为核心渠道，自主品牌业务占比自 17 年超过 ODM/OEM 业务占比。从“宜家主力供应商”到喜临门品牌，代工业务从主导变为业绩稳定补充，2013 年公司确立了“品牌领先”核心战略，线下渠道拓展、革新，实现量和质的提高成为重中之重，线下渠道发展成为公司强化自主品牌发展的重要实现方式。当前从渠道量和质的观察，我们发现公司已经实现“渠道革新-品牌强化-渠道拓展-品牌强化-渠道拓展”的正向循环。

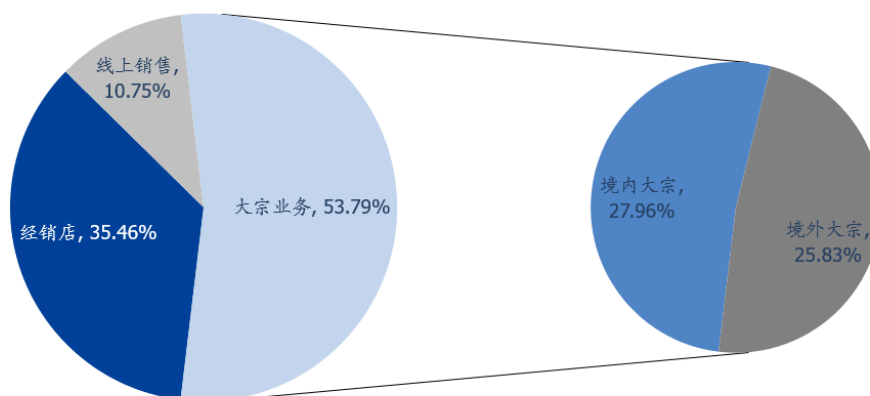
图表 25: 公司历年渠道战略

	战略方针	具体方式	首要目标
2018 年	“赋能自强”	全面推进招商，门店精细化	提升市场占有率，以利润换市场
2017 年	“扶优扶强”	大力引进龙头加盟商，培养超级客户	提升市场占有率，市场影响力
2016 年	“由渠道管理向终端管理”	改善门店形象，丰富品牌矩阵	销售系统革新，激发团队活力
2015 年	“实业+文化”	介入文化传媒领域，实施品牌差异化战略	“品质领先”向“品牌领先”转型
2014 年	“打好传统渠道翻身仗”	加快门店改造，加大市场拓展力度	执行品牌领先战略，扩大市场影响力

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

从各渠道占营收比重来看，To C 业务占比 46.21%（境内经销店、线上），大宗业务占比 53.79%，境内大宗占比略高于境外，线上销售增速迅猛。To C 业务中，经销店占总营收比重 35.46%，线上占总营收比重 10.75%。各渠道毛利率：线上（52.60%）>经销店（43.77%）>境内大宗（16.67%）>境外大宗（15.91%）。喜临门自 2002 年取得宜家公司合格供应商资格，并成为其在亚太地区的唯一一家主力床垫供应商，是宜家公司在国内所有产品供应商中质量控制级别等级最高的企业之一，同宜家主要合作模式为 OEM。宜家一度为喜临门最大客户，09-11 年对宜家销售收入占总营收比重分别为 39.92%/35.63%/33.93%。从 2018 年外销收入占比 25.27%来看，对宜家销售份额已被国内业务摊薄。

图表 26: 2018 年公司各渠道收入占比

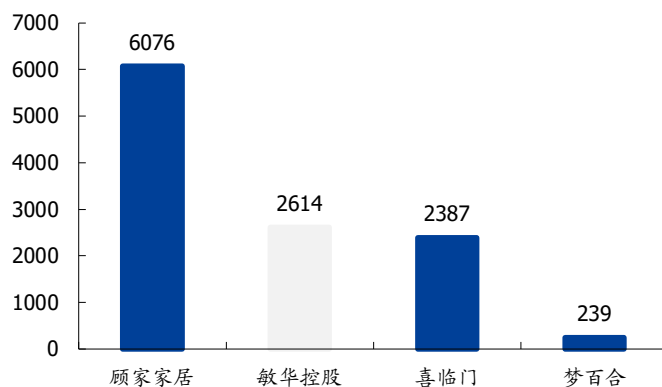


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

从门店改造（2013-2016 年），到扩大市占率（2017 年-）：从 13 年确立“品牌领先”战略开始，公司进行线下渠道全面翻新改造，17 年开始以培育超级经销商、扩大市占率为目标，17、18 年门店净增加 487、580 家。我们认为当前喜临门渠道网络规模，已经达到可以强化品牌力而实现正向循环，且仍有较大的兑现渠道红利的空间。对比来看，

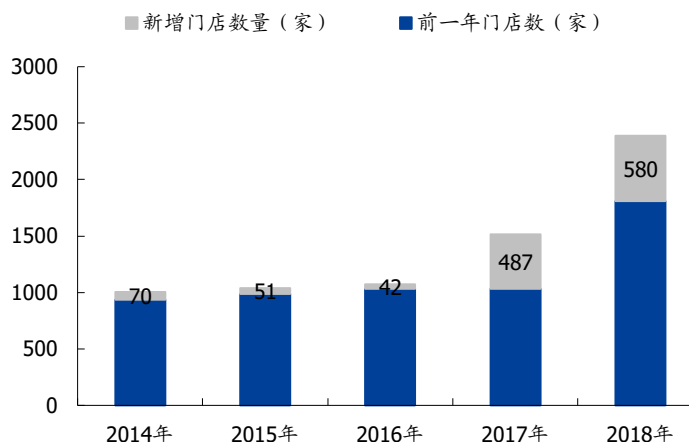
喜临门招商能力反馈了市场对其品牌力、产品力的认可，自17年起喜临门专卖店加速扩张，夏图、M&D并入喜临门版图贡献其他软体品类，渠道扩张增速步入历史新高阶段。

图表 27: 2018 年软体家居公司渠道布局情况 (单位: 家)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

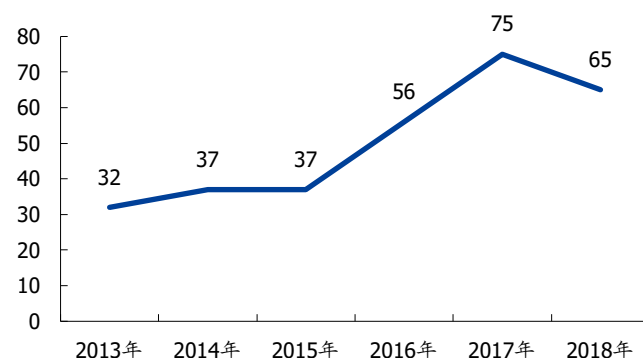
图表 28: 公司历年终端门店数量 (18 年含夏图、M&D)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

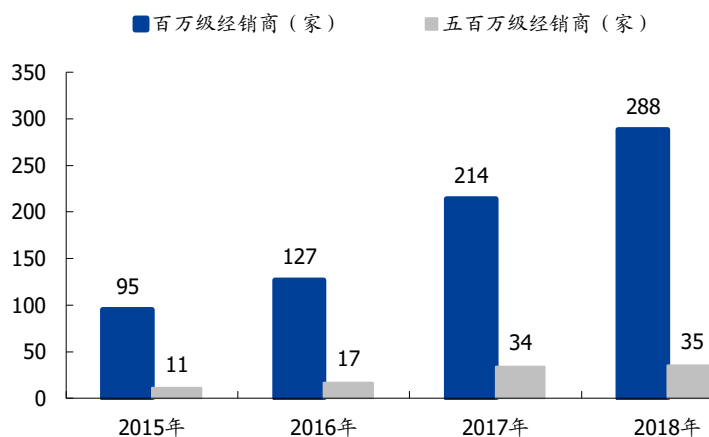
量化门店经营质量: 单店提货额明显提升。经历 13-15 年三年线下渠道翻新改造, 自 16 年起单店提货额明显提升, 至 18 年底喜临门门店提货额 65 亿元, 同比下降主要因为新增门店数量提升, 新店运营成熟需要一定爬坡时间, 同时叠加地产后周期影响削弱整体客流。单店盈利能力提升为后续扩大招商、拓渠道奠定优越基础, 验证公司提升渠道策略行之有效。

图表 29: 喜临门门店单店提货额 (万元)



资料来源: 公司业绩说明会, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 公司历年头部经销商数量



资料来源: 公司业绩说明会, 国盛证券研究所

深度绑定龙头 KA, 占据线下最优质流量入口。美凯龙、居然之家等龙头 KA 占据了家居消费线下最核心流量入口, 具备渠道密集、品牌力强、客流消费目的性强 (转化率高) 等优势, 当前龙头 KA 入场资格, 尤其是优势店面位置往往一票难求。截至 19 年 1 季报, 美凯龙为公司第五大股东, 持股比例 2.62%, 形成深度战略同盟关系。同美凯龙、居然之家等龙头 KA 深度绑定同样对招商形成强正向反馈。

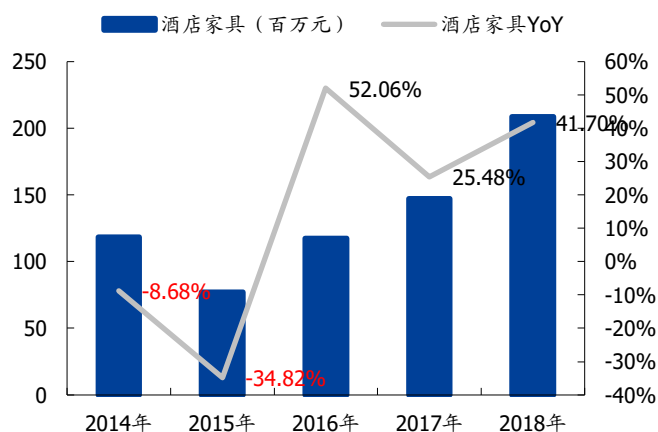
图表 31: 2017 年国内知名家居卖场门店数量及辐射区域

品牌名称	发起城市	门店数量	分布城市
红星美凯龙	上海	259 家	28 个省
居然之家	北京	223 家	29 个省
欧亚达	武汉	50 家	9 个城市
百安居	英国/上海	40 家	北上广深等
宜家	瑞典/上海	27 家	19 个城市
富森美	成都	15 家	四川省
月星家居	上海	15 家	5 个城市
第六空间	杭州	14 家	11 个城市
华美立家	北京	11 家	10 个城市
集美家居	北京	10 家	北京、厦门
简爱家居	中山	9 家	珠三角
好百年家居	深圳	5 家	3 个城市
城外诚	北京	1 家	北京

资料来源: 新浪家居, 国盛证券研究所

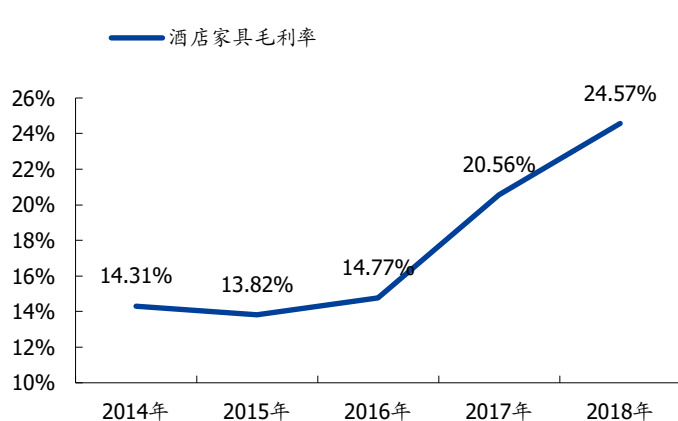
酒店家具业务稳健, 地产精装项目成为战略机遇。酒店业务盈利能力增长明显, 主要系客户结构升级及生产工艺改造, 在原有传统单体酒店业务及连锁酒店业务、公寓类项目基础上, 公司在 17 年承接了上海、厦门等多个国际顶级酒店合作项目, 18 年将酒店床垫销往香港、澳门等地区, 进入国际顶级酒店供应链。当前高端酒店工程客户包括西湖国宾馆、恒大酒店集团、希尔顿、喜来登、万豪、皇冠等。精装房与拎包入住需求催生战略性机遇, 当前公司地产战略合作商包括恒大、绿城、龙湖等, 于 17 年同恒大在河南兰考设立合资工资, 具备大宗业务先行优势。

图表 32: 酒店家具营收及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 酒店家具毛利率

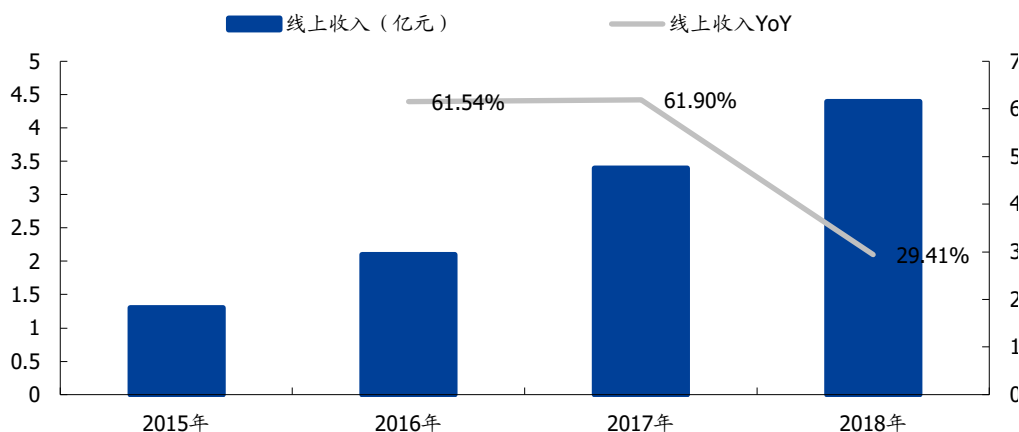


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线上渠道高歌猛进, 自主品牌高毛利成为业绩引擎, 线上渠道占比将继续提升。线上渠道主打公司自主品牌, 目前主要渠道包括天猫、京东、苏宁易购、亚马逊等。2017 年“双十一”喜临门单日成交破亿元, 位列床垫品牌第一名。2019 年京东 618 活动中, 喜临门在床垫类目销量第一, 获得京东自营品牌第一名成绩。线上渠道 18 年实现 4.4 亿元收入, 约占总收入 10.75%, 15-18 年线上渠道收入 CAGR 约 50.14%, 由于主打自主品牌, 18 年线上毛利率高达 52.60%。在品牌力日益强化背景下, 预计线上渠道维持高增速,

成为拉动营收业绩重要引擎。

图表 34: 公司线上渠道收入及增速



资料来源: 公司业绩说明会, 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 “喜临门” 品牌是公司核心资产之一

2018 年公司采用尖刀定位策略: 核心产品: 喜临门床垫; 核心档次定位: 中高端市场; 核心功能诉求: “保护脊椎”。目前形成了以喜临门床垫为核心, 以“夏图”和“M&D”为高端档次及大家居战略补充的产品矩阵, 形成稳固的品牌金字塔格局, 满足各层次、各需求客户的需求。

图表 35: 公司以喜临门为核心的品牌金字塔



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

强化品牌宣传力度, 重抓自主品牌发展。2017 年是公司“突破”年, 突破重点在于自主品牌建设和渠道建设。2018 年公司将“从品质领先向品牌领先”作为核心战略, 扩大“喜

临门”品牌影响力，追求更大的经济效益。品牌宣传通过多维度展开：
-19年3月，连续第8年联合权威机构发布《2019年中国睡眠指数报告》；
-18年入选2018CCCTV国家品牌计划-行业领跑者（全国共21家）；
-冠名绍兴国际马拉松赛，出现在央视直播中；
-18年推出“全民护脊日”，把“护脊”历年融入睡眠产品；
-17年以“中国，让美梦发生”，亮相纽约时代广场LED大屏。

图表 36: 入选 18 年 CCTV 国际品牌计划-行业领跑者



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 37: 喜临门“全民护脊日”活动



资料来源：新浪家居，国盛证券研究所

“喜临门”品牌在中国品牌力指数床垫品牌排行榜，历年位居第一名。中国品牌力指数（C-BPI）是中国首个品牌价值评价制度，2011年首次推出并连续数年获得了国家工信部品牌政策专项资金扶持。作为中国品牌界的年度风向标，C-BPI的研究成果、品牌价值解读具备一定权威性。在“2018年第十二届中国品牌价值500强”中，喜临门最新品牌价值被评估为100.73亿元，“喜临门”品牌是公司核心资产之一，具备高认知度及高竞争壁垒。

图表 38: 2012-2019 年中国品牌力指数（C-BPI®）床垫品牌排行榜

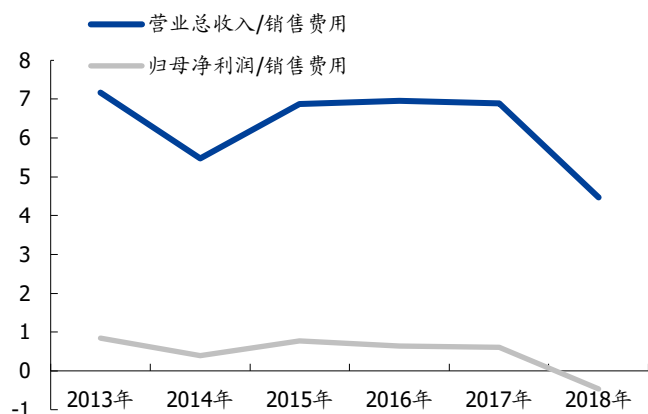
Chnbrand 2019年中国品牌力指数® (C-BPI®) 床垫品牌排行榜				Chnbrand 2018年中国品牌力指数® (C-BPI®) 床垫品牌排行榜				Chnbrand 2016年中国品牌力指数® (C-BPI®) 床垫品牌排行榜				Chnbrand 2015年中国品牌力指数® (C-BPI®) 床垫品牌排行榜			
品牌上榜条件: 品牌力得分 ≥ 7%				品牌上榜条件: 品牌力得分 ≥ 7%				品牌上榜条件: 品牌力得分 ≥ 7%				品牌上榜条件: 品牌力得分 ≥ 7%			
品牌	2019年C-BPI得分	排名	变化	品牌	2018年C-BPI得分	排名	变化	品牌	2016年C-BPI得分	排名	变化	品牌	2015年C-BPI得分	排名	变化
喜临门	442.5	1	—	喜临门	447.3	1	—	喜临门	442.2	1	+1	大亚牌	345.4	1	+2
大自然	391.6	2	—	大自然	394.3	2	+1	大自然	382.9	2	-1	喜临门	380.3	2	-1
慕兰	391.1	3	—	慕兰	383.2	3	-1	慕兰	379.6	3	—	慕兰	321.9	3	-1
慕兰	386.2	4	—	慕兰	365.3	4	—	罗洁	327.0	4	—	罗洁	308.1	4	+1
罗洁	335.4	5	—	罗洁	332.7	5	—	慕兰	305.9	5	—	慕兰	289.2	5	-1
罗洁	334.4	6	—	罗洁	305.2	6	—	慕兰	301.2	6	—	慕兰	267.1	6	—
慕兰	305.5	7	+2	慕兰 (康罗思)	270.9	7	new	慕兰	250.6	7	—	慕兰	235.5	7	+1
慕兰	276.1	8	+6	慕兰	267.1	8	—	慕兰	236.0	8	+2	慕兰	203.6	8	-1
慕兰	272.5	9	+2	慕兰	261.3	9	-2	慕兰	234.8	9	-1	慕兰	197.7	9	new
慕兰 (康罗思)	266.2	10	-3	慕兰	262.9	10	—	慕兰	229.7	10	-1	慕兰	192.7	10	new
慕兰	258.6	11	-3	慕兰	252.6	11	-2	慕兰	206.5	11	new				
慕兰	252.8	12	—	慕兰	258.0	12	new	慕兰	192.4	12	new				
慕兰	246.8	13	-1	慕兰	254.8	13	-1	慕兰	181.4	13	new				
慕兰	235.1	14	—	慕兰	235.6	14	-1	慕兰	166.1	14	new				
				慕兰	235.2	15	-4	慕兰	160.6	15	new				
				慕兰	192.5	16	-2	慕兰 (康罗思)	160.7	16	new				

资料来源：Chnbrand 中国品牌力指数（C-BPI®），国盛证券研究所

在行业跑马圈地的背景下，18年公司施行“以利润换市场”，销售费用达到9.42亿元，

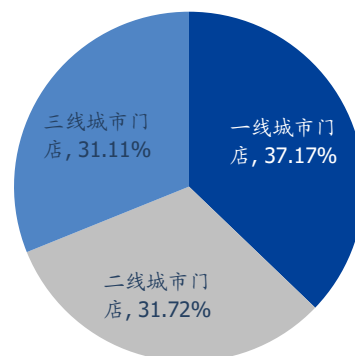
使得阶段性收入及利润/销售费用下降。公司全国各线级市场营收分布均匀，品牌影响力覆盖全国各层次地区。

图表 39: 公司历年销售费用投放效率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 分线级城市门店销售额占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 全国六大基地形成强劲供应体系，东南亚产能抵御贸易摩擦

全国东南西北中产能布局合理，六大生产基地作为全国床垫供应支撑，总面积超过 100 万平方米，核心产品床垫生产能力达 600 万张/年。当前 6 大床垫基地布局于绍兴（总部），绍兴袍江（出口基地、酒店家具基地）、河北香河、四川成都、广东佛山、河南兰考，嘉兴米兰工厂提供沙发产能，国内工厂面积达 70 万平方米，全方面产能布局实现提升订单相应速度、降低生产、运输成本的效果，为进一步扩大国内市场覆盖面和影响力奠定坚实基础。

图表 41: 全国六大生产基地



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

泰国、越南基地布局无畏贸易摩擦扰动。公司在 18 年启动了泰国生产基地项目，弹簧床垫设计产能 60 万张/年。通过对原材料供应、人力资源成本、物流成本、生产管理成本等因素审慎考察后，启动在泰国筹建生产基地项目，满足北美级东南亚市场需求。目前

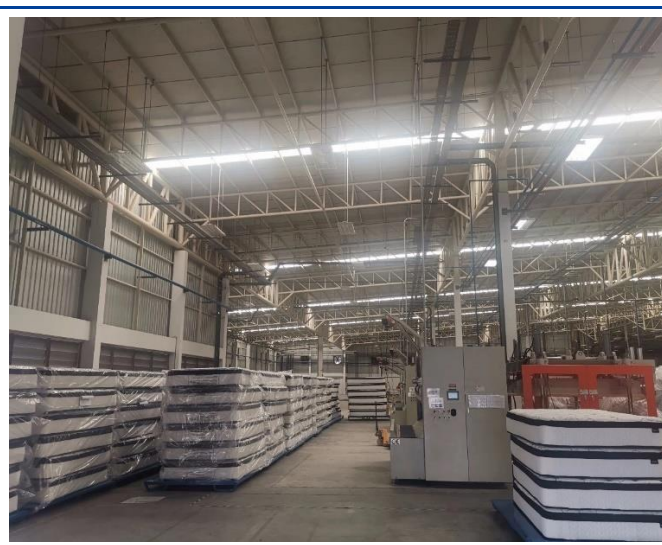
泰国项目已经部分投产。越南基地日产海绵床垫 900 张。

图表 42: 公司泰国生产基地-莎芬有限公司



资料来源：新浪家居，国盛证券研究所

图表 43: 公司泰国生产基地厂内图



资料来源：新浪家居，国盛证券研究所

图表 44: 软体家具上市公司产能布局梳理

	喜临门	梦百合	顾家家居	敏华控股
国内产能	绍兴总部	南通	下沙	广东惠州
	绍兴袍江		江东	天津
	河北香河		河北深州	吴江
	四川成都		嘉兴（在建）	重庆
	广东佛山		黄冈（在建）	
海外产能	泰国（部分投产）	塞尔维亚		越南
		西班牙		立陶宛
		美国		波兰
		泰国		爱沙尼亚
				乌克兰

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

3.4 18 年影视行业经历波折，影视业务计提商誉减值

18 年影视行业整体经营情况下滑，公司所收购晟喜华视形成商誉减值准备 2.89 亿元，是公司 18 年净利润下滑主要原因。公司于 2015 年以 7.2 亿元现金收购晟喜华视 100% 股权，确认商誉 6.34 亿元。由于 18 年经营业绩出现大幅下滑，出现计提商誉减值准备。2015-2018 年影视业务收入占公司营收总额比重分别为 12.44%/12.78%/11.47%，1.74%。从 18Q3 起，晟喜华视的储备项目因市场、政策的不明晰暂时选择停滞观望，原计划于 2018 年首轮发行的《觉醒者》未能按计划在相应电视台播出，影响了 18 年收入和利润。

以 2014 年 12 月 31 日为评估基准日，公司聘请坤元资产评估有限公司对晟喜华视的权

益进行了评估，基于晟喜华视资产轻但盈利能力较强的特点（18 年前毛利率均在 50% 以上），因此参考收益法评估结果确定了收购价格，并对未来进行盈利预测。

图表 45: 晟喜华视经营数据及收购评估时预计净利润（百万元）

项目	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入	239.95	283.28	372.77	73.75
收入 YoY	-	18.06%	31.59%	-80.21%
收购评估营收	276.92	358.32	440.54	477.41
差额	-36.97	-75.04	-67.77	-403.66
净利润	74.28	90.29	124.92	-39.43
利润 YoY	-	21.55%	38.36%	-131.56%
收购评估净利润	66.07	83.58	116.63	126.20
差额	8.21	6.70	8.29	-165.63
毛利率	52.22%	53.44%	55.15%	-30.78%
预估毛利率	39.50%	38.52%	41.53%	40.87%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

18 年影视行业整体经营情况经历较大变化。行业监管部门对于影视行业的监管力度持续升级，监管内容涵盖影视剧内容题材、演员片酬、税收政策和收视率问题，这些监管举措对整个影视行业产生了深远影响。

图表 46: 影视行业主流公司营收及利润情况（亿元）

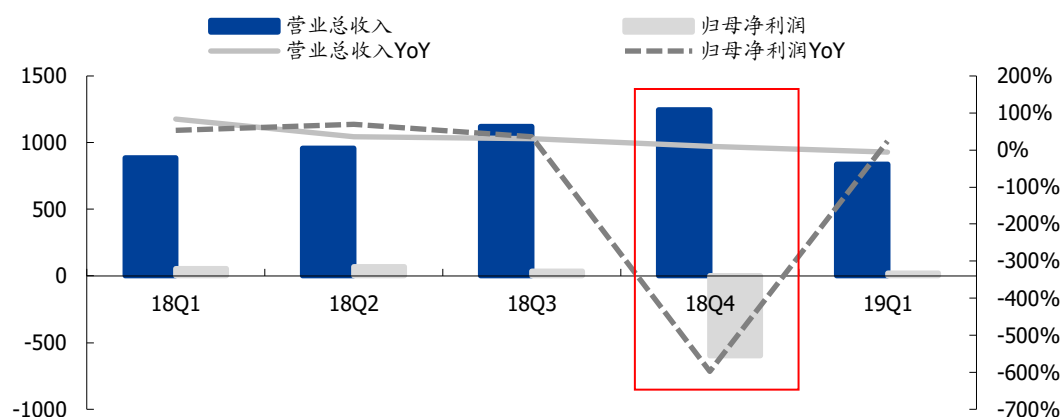
	营业收入			净利润		
	2017A	2018A	变动率	2017A	2018A	变动率
华谊兄弟	39.46	38.91	-1.40%	9.87	-9.09	-192.08%
华策影视	52.46	57.97	10.52%	6.36	2.50	-60.68%
慈文传媒	16.66	14.35	-13.84%	4.12	-11.00	-367.26%
唐德影视	11.80	3.72	-68.52%	1.92	-9.52	-596.10%
长城影视	12.45	14.47	16.17%	2.19	-3.71	-269.35%
华录百纳	22.48	6.30	-71.99%	1.12	-34.19	-3152.20%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

四、财务分析：核心业务驱动，进入上升期

核心家具业务增速强劲，影视业务造成整体拖累。18 年净利润受单 4 季度影响下滑：前三季度实现归母净利润 1.59 亿元，4 季度单季度亏损 5.98 亿元，主要系 1) 影视行业收入政策及成本结转周期影响，4 季度成本规模远大于收入规模；2) 18Q4 晟喜华视主力剧《觉醒者》及库存剧发行计划受行业影响，收入利润大幅下滑；3) 影视业务营收账款账龄增加导致坏账计提增加；4) 家具业务 4 季度品牌推广、渠道建设投入加大，相关资源投入费用约 4.5 亿元，但销售未及预期，导致家具业务 4 季度单季度亏损。

图表 47: 公司分季度营收及利润情况 (百万元)

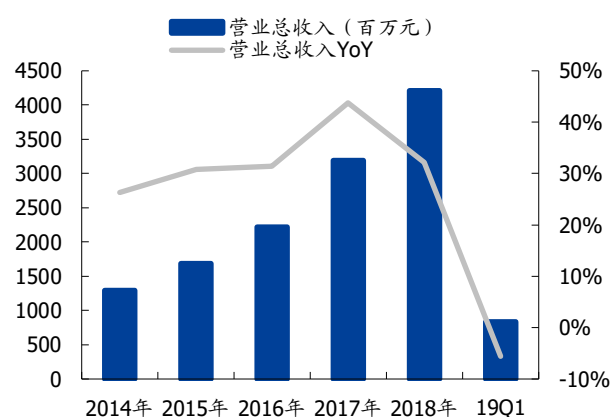


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.1 家具业务逆势维持高增长, 看好渠道+品牌双轮驱动下维持高增速

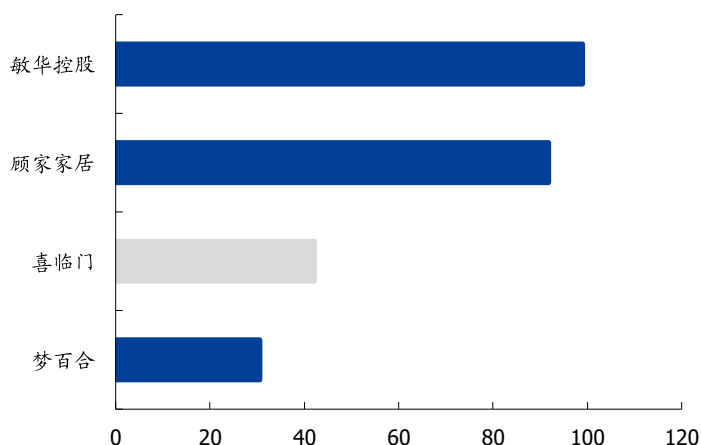
家具业务逆势增速强劲, 沙发成为营收新引擎。18年公司营业总收入42.11亿元, 同增32.11%, 其中核心产品床垫收入26.15亿元, 同增36.93%, 酒店家具业务收入2.09亿元, 同增41.70%; 沙发业务实现收入5.82亿元, 主要系收购“夏图”及“M&D”所致; 软床及配套实现收入7.15亿元, 同增-3.13%; 影视业务降幅较大, 实现收入0.73亿元, 同增-79.96%。家具业务受益于渠道建设, 逆势维持高增长, 看好渠道+品牌双轮驱动下的后续营收增速。

图表 48: 公司历年营业总收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

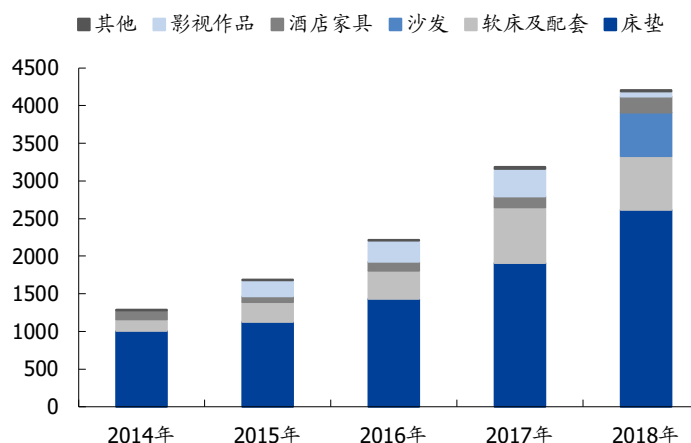
图表 49: 软体家居上市公司 2018 年总营收情况 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

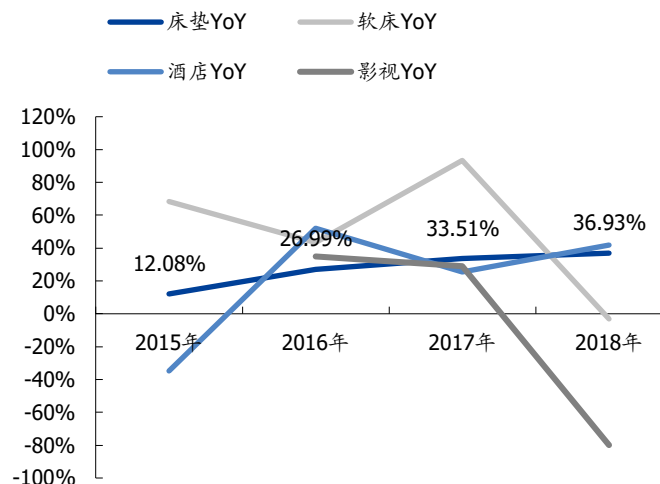
从产品结构来看, 核心产品床垫历年维持高增速, 并购夏图、M&D后沙发业务成为新增量, 酒店等大宗业务可消化大量产能。公司合作的高星级酒店优选具备一定品牌力的床垫供应商以形成彼此品牌宣传优势, 公司在酒店渠道具备竞争壁垒。在精装房迅速发展趋势下, 大宗业务可能成为后期重要渠道。

图表 50: 公司历年产品营收结构趋势 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 分产品营收增速 YoY



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

19Q1 家具业务营收利润增速同步, 影视业务受发行延迟影响拖累整体利润。19Q1 家具业务收入 8.37 亿元, 同增 1.18%, 净利润 0.29 亿元, 同增 0.62%, 在地产后周期背景下, 增速处于行业中游; 影视业务利润增速下滑较多, 主要因为受影视行业整体环境影响, 发行计划延迟。

图表 52: 19Q1 分业务营收、利润及增速 (百万元)

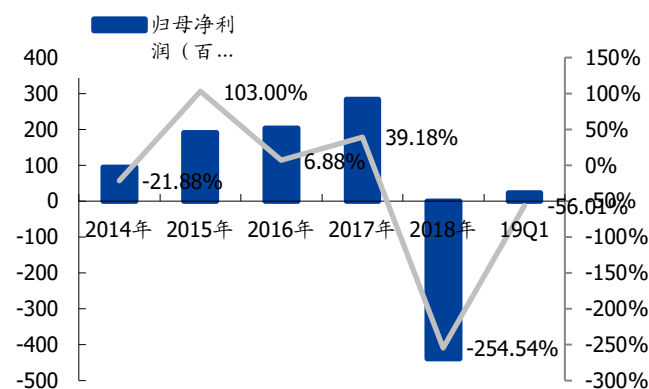
	18Q1	19Q1
家具收入	827.33	837.13
增幅		1.18%
家具净利润	28.89	29.07
增幅		0.62%
影视收入	60.73	1.47
增幅		-97.58%
影视净利润	24.47	-5.59
增幅		-122.86%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 盈利能力: 严控费用、OBM 占比提升, 盈利能力进入长期上行通道

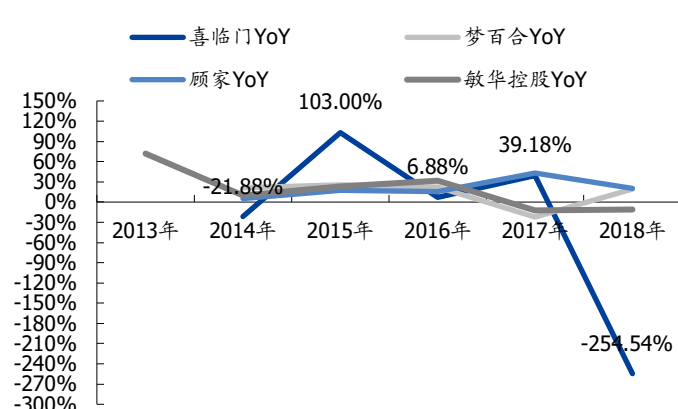
18 年整体净利润下滑明显, 主要受影视业务商誉减值 (2.89 亿元), 渠道、广告投入加大 (9.42 亿元), 及中美贸易摩擦削弱北美业务毛利率所致。我们认为以上因素均为事件性影响, 公司盈利能力提升驱动力来源于高毛利产品放量 (渠道革新/拓展-品牌力强化)、精细化严控费用投放, 在渠道及品牌力的正向循环下, 公司盈利能力处于长期上升通道。

图表 53: 公司历年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

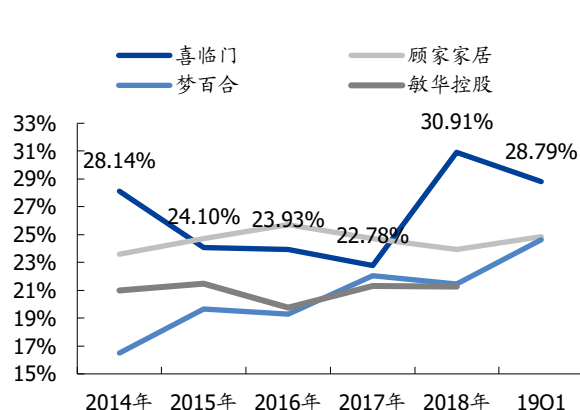
图表 54: 软体家居上市公司历年归母净利润增速



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

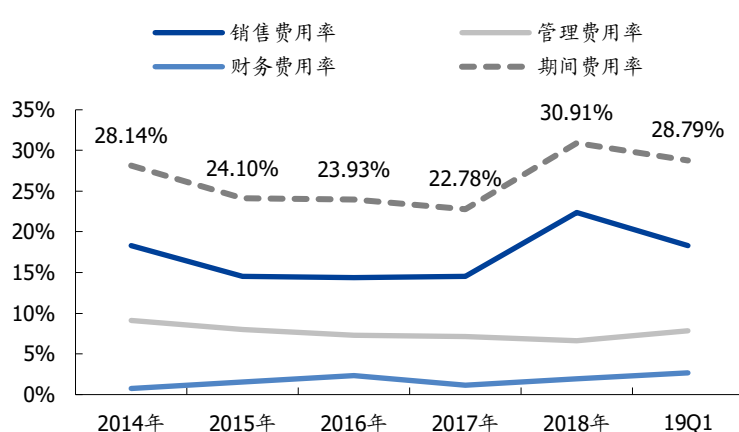
18年销售费用增长主要投向品牌及渠道建设,“以利润换市场”。18年销售费用率达9.42亿元,同增103.51%,主要基于在家具行业增速放缓背景下,为塑造品牌形象、布局销售网络,在品牌建设、销售渠道建设及营销活动方面投入较大:1)央视及财富高铁广告支出确认费用2.04亿元,线上线下促销营销费用1.57亿元,销售渠道费用1.31亿元。

图表 55: 行业销售期间费用率情况



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

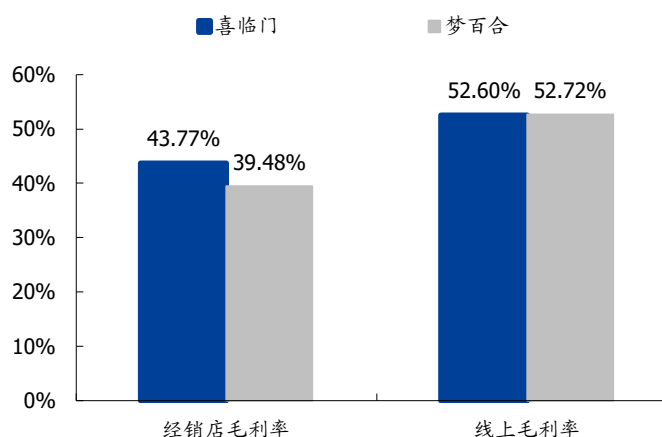
图表 56: 公司历年三费情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

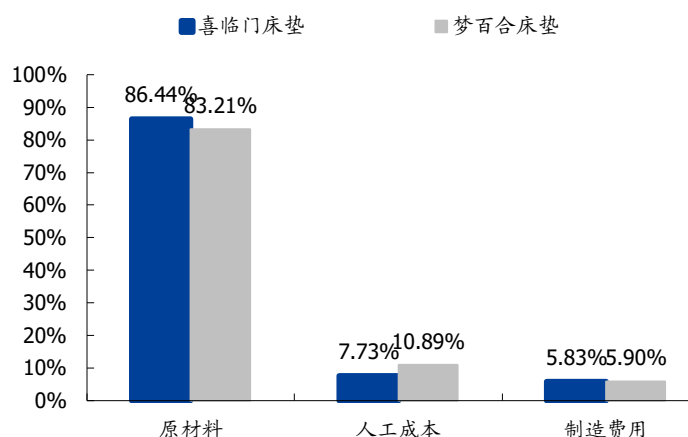
再看软体家具核心品类实际毛利率:不同于定制家具,软体家具品牌力在产业链中重要性相对更强,但由于绑定大型家居综合企业、家居卖场(宜家、宜得利、沃尔玛等)可以获得稳定大额的订单量,且我国软体家具相对欧美起步较晚,多数软体家具龙头OEM/ODM模式占比在初期相对较高,中后期靠OBM模式占比提升提高整体盈利能力。

图表 57: 同业自营渠道核心品类毛利率



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

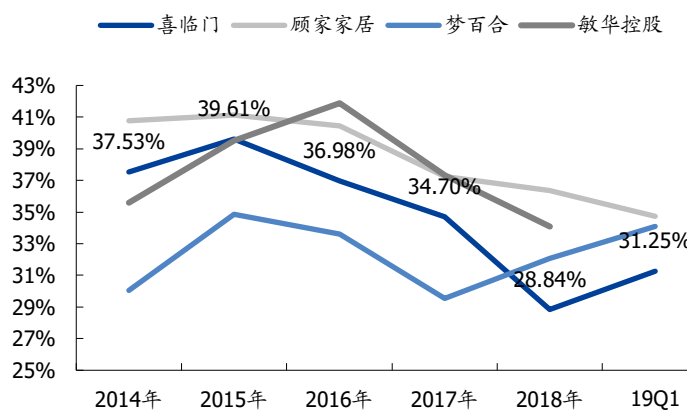
图表 58: 同业产品成本拆解



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

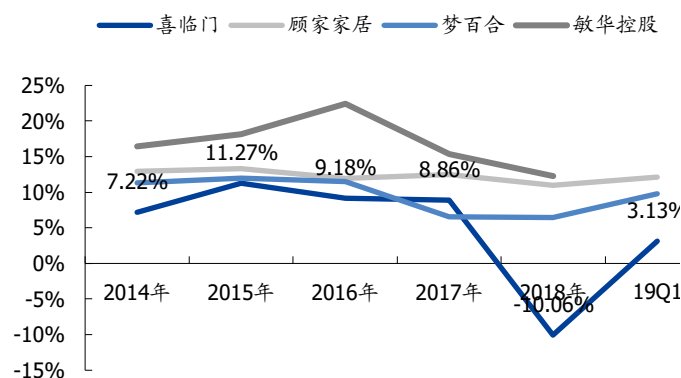
我们剥离 OEM/ODM 模式看自主产品毛利率, 经销及线上渠道承载公司自主品牌产品, 我们以此来看公司自主品牌核心产品实际盈利能力。线上渠道省略店铺及导购等成本, 我们发现由于喜临门具备相对渠道优势, 三费得到更有效摊薄, 在经销店毛利率具备更强优势, 在线上渠道二者毛利率差距不大。其中“喜临门”品牌收入占家具总营收 48.25%, “MLily 梦百合”品牌占总营收 14.45%。基于销售自主品牌的经销门店、线上渠道维持高增速, 我们看好喜临门盈利能力持续提升。

图表 59: 软体家居上市公司销售毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 60: 软体家居上市公司销售净利率情况



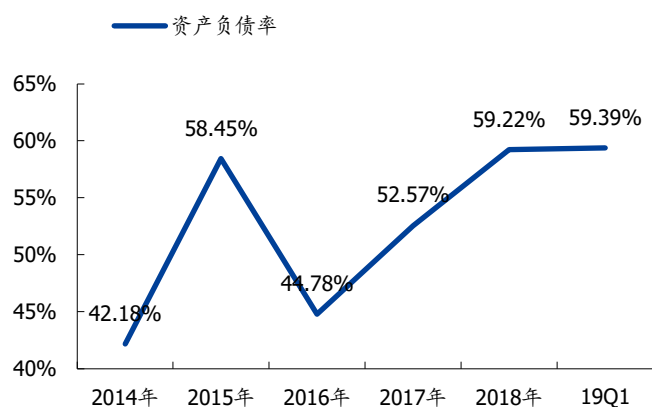
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3 资产负债情况良性可控, 现金流预期好转

资产负债率良性可控, 长/短期借款增加主要系加大营销、渠道建设投入。目前借款情况以短期贷款为主, 预期后期资产负债率有望维持或下行。18 年公司实施对嘉兴米兰映像的 51%股权现金收购、央视“2018 年中央电视台国家品牌计划”的广告投入, 以及增加了渠道网络建设和营销费用的直接投入, 支付现金增加导致长短期负债增加, 同时由于

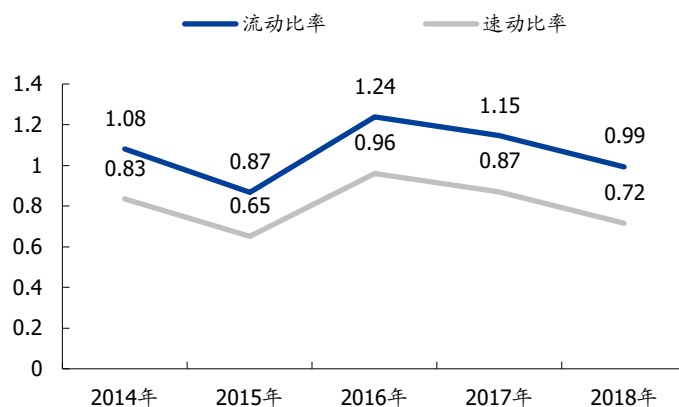
商誉减值带来净资产下降，引起18年资产负债率提升。以上部分资金流出属于一次性支出，目前短期内公司无股权投资及大额固定资产投资计划。

图表 61: 公司历年资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

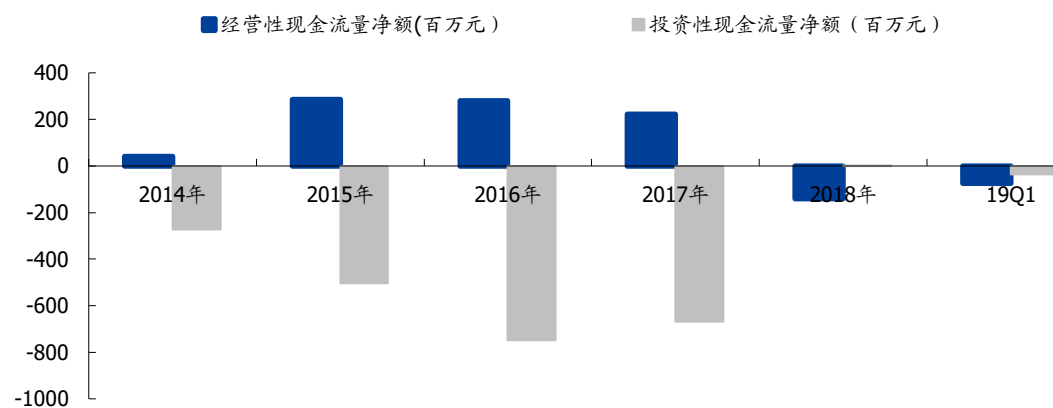
图表 62: 偿债指标: 流动比率、速动比率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

19Q1 经营性现金流量净额同增 61.09%以上，基于公司预期，19 年全年经营性现金流较去年将有明显好转。18 年经营性现金流净额出现首次净流出，主要系公司市场投入加大以加速扩大市占率，同时可见家具收入较前年有较大增速。

图表 63: 公司历年现金流情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 分产品盈利预测

根据公司目前渠道计划、单店提货额趋势、自有品牌占比趋势，我们预计 19-21 年公司营业总收入分别为 51.93/64.67/81.96 亿元，同增 23.3%/24.5%/26.7%，归母净利润分别为 2.81/3.52/4.45 亿元，同增 164.4%/24.9%/27.0%，EPS 分别为 0.17/0.89/1.13 元，股价对应 PE 分别为 14.4X/11.5X/9.0X。鉴于渠道质量逐年提升、自主品牌各渠道增速迅猛，公司核心的床垫业务在品牌力、渠道力加持下加速正向循环实现市占率扩张，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 64: 分业务盈利预测(百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
床垫	1909.64	2614.80	3378.32	4395.20	5726.94
YoY	33.51%	36.93%	29.20%	30.10%	30.30%
软床及配套品	737.67	714.61	696.74	705.80	723.45
YoY	93.37%	-3.13%	-2.50%	1.30%	2.50%
沙发	-	581.88	637.74	703.43	782.92
YoY	-	-	9.60%	10.30%	11.30%
酒店家具	147.45	208.94	313.41	492.37	788.77
YoY	25.48%	41.70%	50.00%	57.10%	60.20%
影视剧销售	365.55	73.25	146.50	146.50	146.50
YoY	29.04%	-79.96%	100.00%	0.00%	0.00%
其他	27.06	17.45	19.95	23.75	27.32
YoY	496.04%	-35.51%	14.30%	19.10%	15.00%
营业总收入	3187.37	4210.93	5192.66	6467.05	8195.89
YoY	43.76%	32.11%	23.31%	24.54%	26.73%

资料来源：国盛证券研究所

5.2 相对估值对比

图表 65: 软体家具企业 EPS (摊薄) 对比

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
喜临门	0.72	-1.11	0.71	0.89	1.13
顾家家居	1.91	2.30	3.02	3.85	4.88
梦百合	0.65	0.78	1.11	1.50	1.99
敏华控股	0.40	0.36	0.40	0.49	0.54

资料来源：国盛证券研究所（注：梦百合、敏华控股预测值来自 wind 一致预期，7 月 19 日收盘价）

图表 66: 软体家具企业 PE 对比

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
喜临门	14.3	-9.2	14.4	11.5	12.7
顾家家居	22.7	18.9	14.4	11.4	9.0
梦百合	41.3	27.1	15.6	11.6	8.8
敏华控股	15.6	12.9	9.2	7.5	6.9

资料来源: 国盛证券研究所 (注: 梦百合、敏华控股预测值来自 wind 一致预期)

风险提示

地产景气度大幅下降风险。目前床垫市场主要客户结构分为: 1) 毛坯一手房销售后装修; 2) 精装房交房后软装添置; 3) 二手房交易后添置; 4) 个人住房翻新添置。其中地产景气度大幅下降会直接影响毛坯一手房客户增量, 表现方式可能体现为终端门店客流减少。虽然床垫产品不同于其他家具, 消费属性 (更换) 更强, 贯穿能力更强, 但地产景气度大幅下降不可避免的会对公司营收增速造成影响。

原材料价格大幅上涨风险。公司主要原材料包括皮料、海绵、木材、面料、钢丝、化工原料等, 民用家具部分原材料占总成本比重高于 80%。原材料价格大幅上涨会对公司核心产品盈利能力造成一定影响。

中美贸易摩擦反复风险。公司海外业务 2018 年占总营收比重 25.27%, 其中美国为主要市场, 主要向例如宜家等客户提供 OEM/ODM 产品。公司具有泰国、越南产能布局已抵御贸易摩擦, 但政策变化具有反复及不可预测性, 可能会对公司盈利能力造成影响。

预测假设与实际情况有差异的风险。部分预测假设基于产业调研和分析, 可能与实际情况有一定差异。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com