

公司研究/公告点评

2017年04月10日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 20.72  
合理价格区间(元): 23.8-27.2

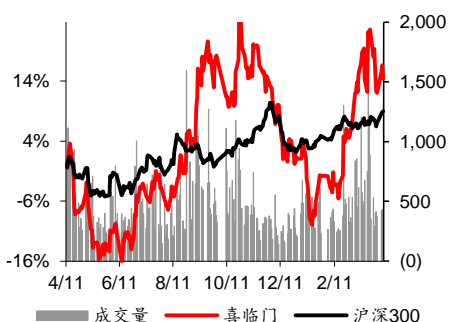
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

张前 0755-82492080  
联系人 zhang\_qian@htsc.com

相关研究

- 1《喜临门(603008,买入): 品牌渠道领先, 穿越地产调控》2017.03
- 2《喜临门(603008,增持): 股权激励出炉, 高增长可期》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

## 进入转股期, 股价催化剂趋于成熟 喜临门(603008)

### 事件: 喜临门第一期可交债进入转股期

根据公司公告, 喜临门控股股东华易投资 2016 年 9 月 23 日完成 2016 年私募可交换债的发行, 本期实际发行规模 6 亿元, 债券期限为 3 年。本期债券将于 2017 年 4 月 12 日进入转股期, 换股期限为 2017 年 4 月 12 日至 2019 年 9 月 23 日。

### 出于减轻财务费用方面考虑, 大股东或有较强转股意愿

根据公开信息, 本期债券最终票面利率为 3%, 采用每年付息一次的方式。如果持有人最终持有到期, 则大股东需要补偿利率, 使得持有到期的每年平均利率不低于 9%。即如果持有到期, 三年需分别付息 3% (1800 万)、3% (1800 万)、21% (1.26 亿元), 三年累计支付利息 1.62 亿元。本期债券的初始转股价格为 25 元。我们认为, 公司大股东出于减轻财务负担的考虑, 或有较强的转股意愿。

### 公司床垫主业将受益于行业整合和消费升级

我国床垫市场集中度偏低, 前十大企业市占率仅为 12%, 而美国经过三轮大的整合, 市场集中度不断提升, 2014 年 CR5 已经达到 87%。在消费升级背景下, 消费者价格敏感性降低, 会更加注重床垫的品质和品牌, 龙头企业有望通过更强的产品、渠道、资本能力获得更多的市场份额。同时, 受益于我国人口回流、城镇化等长期因素, 三四线地产销售有望改善, 从而带动包括床垫在内的相关家居产品的销售。喜临门采用多品牌战略, 其中端品牌在三四线有大量潜在用户, 且公司三四线渠道优势明显, 将首先受益于三四线家居消费升级。

### 股权激励设立高增长目标

近期, 公司实施第二次股权激励, 并设立了较高的解锁条件, 限制性股票需在以公司业绩在 2016 年基数的基础上实现增速不低于 30%、60%、90% 的情况下才能分批解锁。高解锁标准彰显了管理层对公司前景的信心, 2017 年 2 月 27 日, 董事会已经同意向激励对象授予股票。

### 看好公司发展前景, 维持“买入”评级

我们看好消费升级背景下品牌床垫厂商的发展前景, 当前我国床垫市场集中度低, 有望复制美国床垫市场集中度提升的路径。凭借品牌推广和渠道扩张, 公司将受益于床垫行业整合的趋势, 业绩有超预期的可能性。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.64/0.85/1.09 元, 我们认为整个家居板块的估值中枢有望提升, 给予公司 2017 年 28-32 倍 PE 估值, 目标价格区间 23.8-27.2 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 房地产景气下行。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	394.26
流通 A 股 (百万股)	315.00
52 周内股价区间 (元)	15.35-22.42
总市值 (百万元)	8,169
总资产 (百万元)	4,645
每股净资产 (元)	5.98

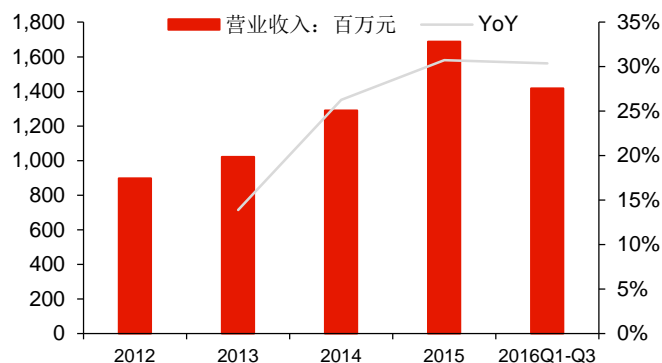
资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,291	1,687	2,203	2,984	3,815
+/-%	26.29	30.75	30.54	35.45	27.87
净利润 (百万元)	93.91	190.64	244.42	327.12	417.77
+/-%	(21.88)	103.01	28.21	33.83	27.71
EPS (元, 最新摊薄)	0.25	0.50	0.64	0.85	1.09
PE (倍)	79.38	39.10	30.50	22.79	17.84

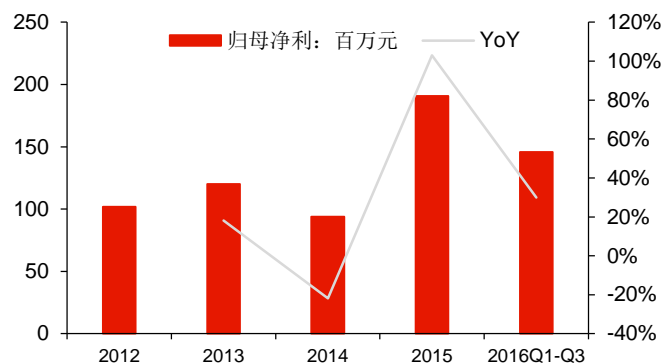
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：公司近年收入及同比增速



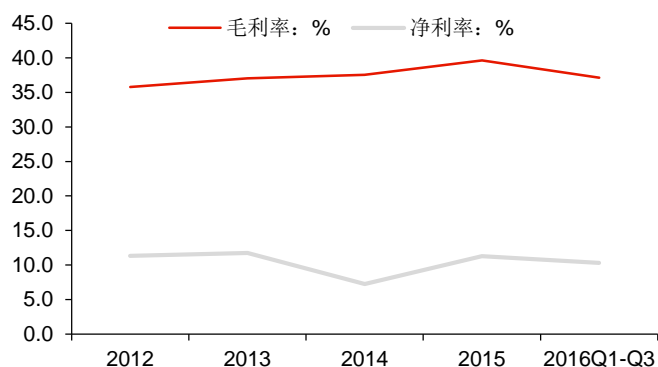
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司近年归母净利及同比增速



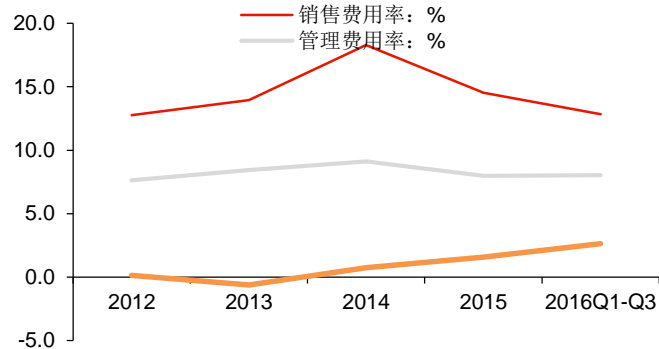
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司近年利润率



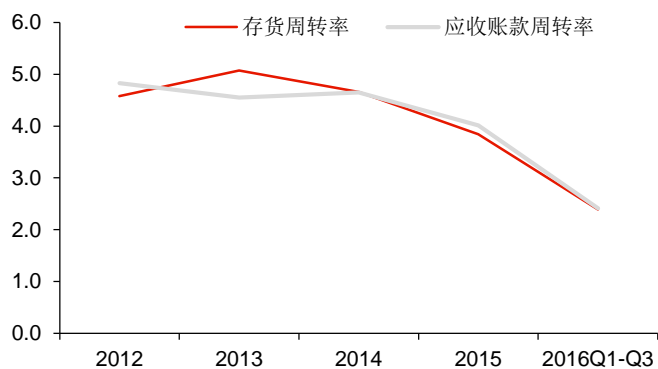
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：公司近年费用率



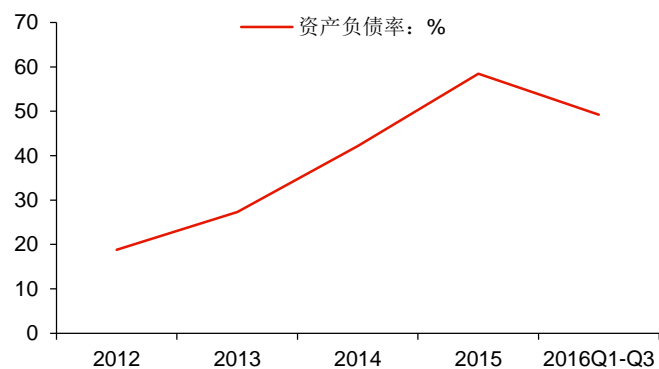
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：公司近年周转率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：公司近年资产负债率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	905.12	1,298	2,285	2,814	3,306
现金	300.21	236.71	1,115	1,190	1,227
应收账款	312.28	528.86	569.09	807.07	1,041
其他应收账款	29.85	56.95	68.08	91.64	120.48
预付账款	23.70	107.34	65.51	90.10	130.95
存货	207.02	323.60	408.07	562.77	715.30
其他流动资产	32.06	44.31	59.39	72.55	70.39
非流动资产	1,083	1,926	2,068	2,175	2,269
长期投资	0.00	7.28	15.00	15.00	15.00
固定投资	716.07	823.56	1,041	1,094	1,159
无形资产	122.18	125.44	131.41	135.68	140.25
其他非流动资产	244.35	969.79	880.05	930.86	954.08
资产总计	1,988	3,224	4,353	4,989	5,574
流动负债	837.46	1,496	1,750	2,103	2,327
短期借款	257.30	652.81	520.98	564.92	550.27
应付账款	268.10	401.65	512.81	704.19	896.32
其他流动负债	312.06	441.81	716.39	834.07	880.78
非流动负债	1.00	387.90	145.03	145.04	145.06
长期借款	0.00	49.80	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.00	338.10	145.03	145.04	145.06
负债合计	838.46	1,884	1,895	2,248	2,472
少数股东权益	0.14	0.03	0.03	0.03	0.03
股本	315.00	315.00	382.86	382.86	382.86
资本公积	466.73	466.59	1,320	1,320	1,320
留存公积	367.40	558.05	755.22	1,038	1,399
归属母公司股	1,149	1,340	2,458	2,741	3,102
负债和股东权益	1,988	3,224	4,353	4,989	5,574

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	40.37	286.58	422.45	243.57	330.14
净利润	93.18	190.14	244.42	327.12	417.77
折旧摊销	57.50	87.45	95.25	115.48	130.88
财务费用	9.67	26.41	3.15	(5.61)	(6.14)
投资损失	3.69	(4.34)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(115.15)	(38.96)	70.06	(227.42)	(242.00)
其他经营现金	(8.51)	25.87	9.56	33.99	29.64
投资活动现金	(271.46)	(503.91)	(233.52)	(223.92)	(227.19)
资本支出	283.11	221.11	200.00	200.00	200.00
长期投资	30.00	7.00	7.22	0.00	0.00
其他投资现金	41.65	(275.80)	(26.30)	(23.92)	(27.19)
筹资活动现金	267.87	249.62	689.37	54.89	(65.17)
短期借款	133.82	395.51	(131.84)	43.95	(14.65)
长期借款	0.00	49.80	(49.80)	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	67.86	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(0.14)	853.00	0.00	0.00
其他筹资现金	134.06	(195.55)	(49.85)	10.94	(50.52)
现金净增加额	36.78	32.30	878.30	74.54	37.78

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,291	1,687	2,203	2,984	3,815
营业成本	806.21	1,019	1,373	1,851	2,370
营业税金及附加	5.68	17.43	17.62	23.87	30.52
营业费用	235.91	245.38	334.83	477.38	621.88
管理费用	117.58	134.80	179.83	228.32	278.45
财务费用	9.67	26.41	3.15	(5.61)	(6.14)
资产减值损失	1.84	14.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(2.55)	(0.48)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.69)	4.34	0.00	0.00	0.00
营业利润	107.42	233.76	294.82	408.77	520.44
营业外收入	5.53	11.77	8.00	0.00	0.00
营业外支出	3.34	3.97	0.36	0.44	0.48
利润总额	109.61	241.56	302.46	408.33	519.96
所得税	16.44	51.42	58.04	81.21	102.20
净利润	93.18	190.14	244.42	327.12	417.77
少数股东损益	(0.73)	(0.50)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	93.91	190.64	244.42	327.12	417.77
EBITDA	174.59	347.62	393.23	518.64	645.18
EPS (元)	0.30	0.61	0.64	0.85	1.09

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	26.29	30.75	30.54	35.45	27.87
营业利润	(26.98)	117.61	26.12	38.65	27.32
归属母公司净利润	(21.88)	103.01	28.21	33.83	27.71
获利能力 (%)					
毛利率	37.53	39.61	37.69	37.96	37.88
净利率	7.28	11.30	11.10	10.96	10.95
ROE	8.17	14.23	9.95	11.94	13.47
ROIC	9.11	11.28	12.99	15.00	16.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.18	58.45	43.54	45.06	44.35
净负债比率 (%)	30.69	37.29	27.49	27.34	24.26
流动比率	1.08	0.87	1.31	1.34	1.42
速动比率	0.83	0.65	1.07	1.07	1.11
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.65	0.58	0.64	0.72
应收账款周转率	4.11	3.63	3.61	3.86	3.67
应付账款周转率	3.39	3.04	3.00	3.04	2.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.50	0.64	0.85	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.75	1.10	0.64	0.86
每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.50	6.42	7.16	8.10
估值比率					
PE (倍)	79.38	39.10	30.50	22.79	17.84
PB (倍)	6.49	5.56	3.03	2.72	2.40
EV_EBITDA (倍)	45.08	22.64	20.02	15.18	12.20

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com