

喜临门 (603008)：22年业绩承压，高速扩张下未来弹性可期

2023年5月16日

推荐/维持

喜临门 公司报告

事件：公司发布2022年报及2023年一季报。2022年公司营业收入78.4亿元，同比+0.9%；归母净利润2.4亿元，同比-57.5%。其中Q4营业收入21.0亿元，同比-17.0%；归母亏损1.5亿元，上年同期盈利1.8亿元。23Q1营业收入14.7亿元，同比+4.5%；归母净利润0.62亿元，同比+14.3%。22Q4收入利润承压明显。

门店高速拓展，自主品牌零售业务弹性可期。2022年自主品牌零售业务50.9亿元，同比+0.7%。Q4我们推测公司受到防疫放开冲击，下滑幅度较大，全年仍保持微增长。**分品牌看**，喜临门品牌收入45.5亿元，同比+3.3%，门店净开803家至4702家门店，公司高速开店，但店效受制环境承压明显。看未来开店空间，公司专卖店与分销店同步发力，预计公司近年仍会保持高开店速度。**23年店效修复叠加快速开店，弹性可期。**M&D品牌收入5.4亿元，同比-16.6%，门店净减少25家至571家。品牌定位高端，主要在一二线城市开店，因此受疫情影响大，承压明显。**分渠道看**，线下收入36.1亿元，同比-8.7%；线上收入14.8亿元，同比+34.6%。在线下销售普遍受损的背景下，公司凭借领先的布局在线上实现了高速增长。整体来看，公司品牌零售业务在2022年收入承压，但线下门店快速扩张，线上规模高速提升，我们认为公司床垫龙头地位得到进一步巩固，未来弹性可期。

自主品牌工程业务强化盈利能力，代工业务保持稳健。自主品牌工程业务收入3.4亿，同比-26.9%。工程业务主要为向酒店等供给床具、木质家具。公司优化了部分盈利能力不佳的酒店家具业务，叠加消费环境影响，收入下滑幅度较大，同时毛利率同比+13.8pct，大幅回升至20%。代工业务收入23.1亿元，同比+8.4%。海外代工业务仍在持续拓新，国内代工业务稳健发展，预计未来业务仍将稳健发展。

收入分品类看，床垫床具收入增长韧性较强。2022年床垫、软床及配套、沙发分别实现收入40.5、26.9、9.0亿元，同比+2.2%、+11.2%、-14.5%。床垫及床具作为公司核心品类，在线上线下共同推进下，仍保持正增长。M&D为沙发高端品牌，收入下滑导致沙发品类整体承压。中低端沙发品牌可尚仍保持较快的扩张速度。公司将持续推动床垫沙发的套系化销售，逐步提高客单价水平。

22Q4业绩承压拖累全年，未来利润率有望改善。22Q4在防疫放开的冲击下收入下滑超20%，人力成本和制造费用较为刚性，导致毛利率同比-3.7pct；此外前期品牌投入集中确认在Q4，叠加收入端受损，22Q4销售费用率同比+10.5pct，导致22Q4出现亏损。2022全年来看，公司毛利率38.0%，同比+1.1pct，在原材料价格波动和收入承压的背景下保持稳定，得益于公司的产品结构改善和提价能力；销售、管理费用率分别同比+4.2、+1.2pct，受22Q4拖累较大。2022全年净利率仅为3.0%，同比-4.2pct，受损严重。展望未来，我们看好公司继续保持毛利率稳定，同时公司将提高费用投放效率，叠加家具消费复苏，利润率提升可期。23Q1虽仍受到防疫放开冲击影响，净利率已保持稳定。

盈利预测与投资评级：喜临门在国内床垫行业份额第一，品牌影响力与产品

公司简介：

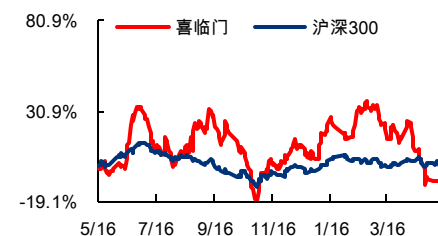
喜临门专注于设计、研发、生产和销售以床垫为核心产品的高品质客卧家具，主要产品包括床垫、床、沙发及其他配套客卧家具。已形成以“喜临门”品牌为核心，多风格多层次的体系以满足不同消费者个性化需求，旗下系列主要包括“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“喜眠”及“可尚”，以及意大利沙发品牌夏图、M&D等。

资料来源：公司公告、iFind

交易数据

52周股价区间(元)	37.1-22.07
总市值(亿元)	99.3
流通市值(亿元)	99.3
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	1.74

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、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

力兼具。公司快速拓展线上线下渠道，未来业绩弹性可期。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，喜临门有望充分享受集中度提升趋势。同时公司积极推动套系化销售，打开未来成长空间。预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.0、8.7、10.8亿元人民币，EPS为2.0、2.4、2.9元，目前股价对应PE分别为13.0、10.6、8.7倍，我们维持“推荐”评级。

风险提示：地产销售不及预期；拓店速度不及预期；行业竞争加剧。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,771.84	7,838.73	10,051.05	11,969.29	14,163.70
增长率(%)	38.21%	0.86%	28.22%	19.08%	18.33%
归母净利润(百万元)	558.75	237.55	704.16	874.89	1,079.59
增长率(%)	78.29%	-57.49%	196.43%	24.25%	23.40%
净资产收益率(%)	17.46%	6.79%	17.95%	20.22%	22.06%
每股收益(元)	1.45	0.62	1.95	2.39	2.92
PE	17.42	40.74	12.98	10.58	8.66
PB	3.06	2.80	2.50	2.26	2.00

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	4710	5090	5627	6584	7470	营业收入	7772	7839	10051	11969	14164
货币资金	1732	2039	2427	3002	3487	营业成本	5285	5299	6647	7872	9286
应收账款	1206	874	964	1082	1203	营业税金及附加	53	59	121	144	170
其他应收款	128	128	164	195	231	营业费用	1194	1530	1653	1969	2330
预付款项	70	73	71	72	82	管理费用	314	407	513	610	722
存货	1102	1200	1384	1596	1832	财务费用	52	38	91	77	71
其他流动资产	179	324	346	365	365	研发费用	183	191	211	263	312
非流动资产合计	3602	3953	3725	3904	4141	资产减值损失	-5.72	-0.67	-3.20	0.00	0.00
长期股权投资	254	255	0	0	0	公允价值变动收益	1.34	-22.36	10.00	0.00	0.00
固定资产	1618	1859	1710	1832	2049	投资净收益	42.84	6.45	24.65	15.55	20.10
无形资产	287	328	313	299	287	加:其他收益	37.14	59.28	48.21	53.74	50.97
其他非流动资产	113	134	161	193	231	营业利润	718	339	901	1104	1344
资产总计	8311	9042	9352	10488	11611	营业外收入	1.72	5.95	3.84	4.90	4.37
流动负债合计	4281	4632	4763	5438	5937	营业外支出	12.75	23.09	17.92	20.51	19.21
短期借款	1243	1683	1141	1344	1140	利润总额	707	322	887	1088	1329
应付账款	1665	1418	1910	2169	2613	所得税	102	50	133	163	199
预收款项	0	0	0	0	14	净利润	605	272	754	925	1130
一年内到期的非流	55	131	131	131	131	少数股东损益	47	35	50	50	50
非流动负债合计	645	693	405	411	418	归属母公司净利润	559	238	704	875	1080
长期借款	430	331	331	331	331	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
负债合计	4926	5325	5167	5849	6355	成长能力					
少数股东权益	186	221	271	321	371	营业收入增长	38.21%	0.86%	28.22%	19.08%	18.33%
实收资本(或股本)	387	387	387	387	387	营业利润增长	64.31%	-52.75%	165.57%	22.45%	21.75%
资本公积	1354	1324	1324	1324	1324	归属于母公司净利	78.29%	-57.49%	196.43%	24.25%	23.40%
未分配利润	1438	1569	1950	2329	2855	获利能力					
归属母公司股东权	3200	3496	3922	4326	4893	毛利率(%)	32.00%	32.40%	33.87%	34.23%	34.44%
负债和所有者权益	8311	9042	9352	10488	11611	净利率(%)	7.79%	3.47%	7.50%	7.73%	7.98%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	17.46%	6.79%	17.95%	20.22%	22.06%
经营活动现金流	704	841	1364	1281	1696	偿债能力					
净利润	605	272	754	925	1130	资产负债率(%)	59%	59%	55%	56%	55%
折旧摊销	227.21	253.55	233.24	232.43	247.13	流动比率	1.10	1.10	1.18	1.21	1.26
财务费用	52	38	91	77	71	速动比率	0.84	0.84	0.89	0.92	0.95
应收账款减少	-460	332	-90	-118	-121	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	14	总资产周转率	0.98	0.90	1.09	1.21	1.28
投资活动现金流	-335	-806	-48	-356	-417	应收账款周转率	8	8	11	12	12
公允价值变动收益	1	-22	10	0	0	应付账款周转率	5.25	5.09	6.04	5.87	5.92
长期投资减少	0	0	435	0	0	每股指标(元)					
投资收益	43	6	25	16	20	每股收益(最新摊	1.45	0.62	1.95	2.39	2.92
筹资活动现金流	-247	-31	-929	-350	-794	每股净现金流(最	0.32	0.01	1.00	1.48	1.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	8.26	9.02	10.12	11.17	12.63
长期借款增加	340	-99	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	17.42	40.74	12.98	10.58	8.66
资本公积增加	-8	-30	0	0	0	P/B	3.06	2.80	2.50	2.26	2.00
现金净增加额	122	5	388	575	484	EV/EBITDA	10.80	18.77	7.72	6.33	4.89

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、未来也将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法律责任。

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