

喜临门 (603008.SH) 室内家具行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

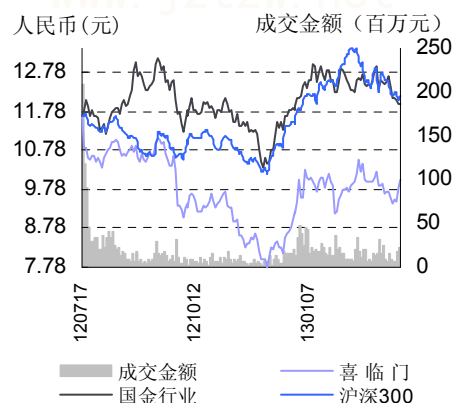
市价(人民币): 10.01 元

业绩略低预期, OEM 贡献增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	52.50
总市值(百万元)	21.02
年内股价最高最低(元)	11.66/7.78
沪深 300 指数	2525.10
上证指数	2257.43



相关报告

1. 《双轮驱动的床垫领军者》, 2012.12.16

周文波 联系人
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016
(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.558	0.484	0.607	0.718	0.890
每股净资产(元)	2.11	4.83	5.30	6.02	6.91
每股经营性现金流(元)	0.59	0.64	0.58	0.79	1.07
市盈率(倍)	N/A	21.20	16.50	13.95	11.25
行业优化市盈率(倍)	14.27	33.31	30.65	30.65	30.65
净利润增长率(%)	9.06%	15.78%	25.20%	18.31%	23.98%
净资产收益率(%)	26.48%	10.04%	11.45%	11.93%	12.88%
总股本(百万股)	157.50	210.00	210.00	210.00	210.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 喜临门公布 2012 年年报, 全年营业收入 8.97 亿元, 增长 7%; 归属上市公司股东净利润 1.02 亿元, 增长 15.8%, EPS 0.48 元, 略低于我们预期, 分配方案 10 转增 5 派 1.8 元。

经营分析

■ **OEM 业务是公司 12 年主要增长点:** 受地产调控的影响, 家具业 12 年整体景气较差, 公司亦不例外。12 年公司营业收入仅增长 7%, 增速较 11 年下滑 18 个百分点。分业务看, 自有品牌业务(自有直营店+经销商门店+网络销售)微幅增长 3%左右, 增长主要来自二、三线城市, 一线城市几乎无增长或略有下滑。12 年公司新开经销商门店 100 家左右, 低于公司原计划 200 家目标; 此外网络渠道去年贡献 2000 多万元收入; OEM 业务是公司 12 年主要增长点, 全年增长 21%左右。公司 OEM 客户主要是宜家及宜得利, 其中对宜得利销售额约 7000 万元, 增长 1 倍多, 而宜家则保持稳健增长, 约 10%; 但公司酒店家具业务下滑近 19%, 拖累 12 年业绩, 酒店家具将不再作为公司重点发展业务, 预计后市将保持目前规模或略有下滑。

■ **期间费用率下滑, 盈利能力上升:** 12 年公司期间费用率 20.5%, 下滑 1.1 个百分点(销售/管理/财务费率分别+0.7%、-0.6%、-1.2%); 盈利能力则略有改善, 其中毛利率上升 0.7 个百分点, 至 35.8%; 净利率上升 0.8 个百分点, 至 11.3%。

■ **机制改革, 理顺绩效, 渠道网络加速拓展:** 为了进一步加强公司管理, 13 年公司将推行事业部制改革, 明确划分权责体系, 在绩效考核方面, 则不仅考虑量, 对利润的重视度也将提升。通过事业部制的改革, 理顺内部管理条线, 打造多个事业平台, 有利于打开公司的业绩增长空间。在渠道方面, 加快网络多样性建设, 一方面保持现有 OEM 和经销商零售为主的格局, 其中经销商门店 13 年计划新开 200 家, 年底将达到 1030 家左右, 公司新成立一个部门专门推进经销商零售店业务, 预计 13 年进展要好于去年; 另一方面加快推进网上渠道布局, 提高网店销售比重; 此外加大大客户业务的开拓(主要为其它家具企业提供床垫等配套产品)。通过多渠道体系的建设, 有利于增强公司盈利的稳定性。

- **地产回暖，公司 13 年值得关注：**随着地产销售的回暖，作为地产产业链下游的床垫消费将逐步走出低谷，公司自有品牌业务将显著受益于行业景气的回升，而且考虑到公司门店的加快布局，我们预计 13 年自有品牌增速有望回升至 20% 左右。而 OEM 业务仍将成为公司业绩增长的稳定器及推动力，随着宜家中国进入加速扩张期，公司对宜家收入增速仍可保持 10%-15%。我们预计在未来两年自有品牌渠道网络的拓展及 OEM 客户的加速扩张可保证公司稳定增长。

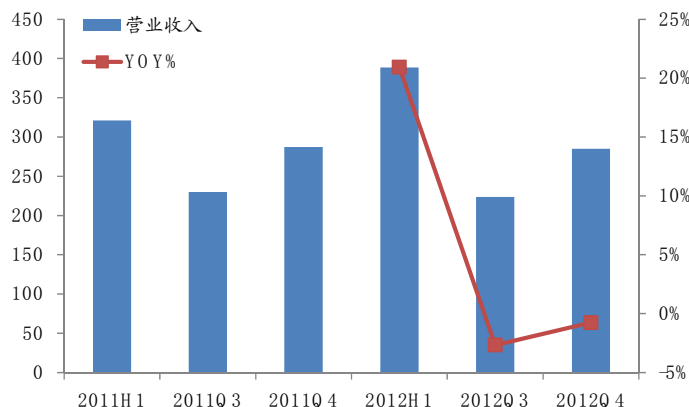
盈利预测及投资建议

- 预计 2013-2015 年公司归属于母公司的净利润分别为 1.27 亿元、1.52 亿元、1.78 亿元，分别增长 25.2%、18.3%、23.4%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.61 元、0.72 元、0.89 元。
- 我们认为随着地产的回暖，公司 13 年业绩增速有望加快。而从中长期看随着我国床垫行业的整合，公司有望凭借强大的研发能力、较强的品牌知名度以及快速拓展的渠道网络，成为行业优胜者，我们给予公司“增持”评级。

风险

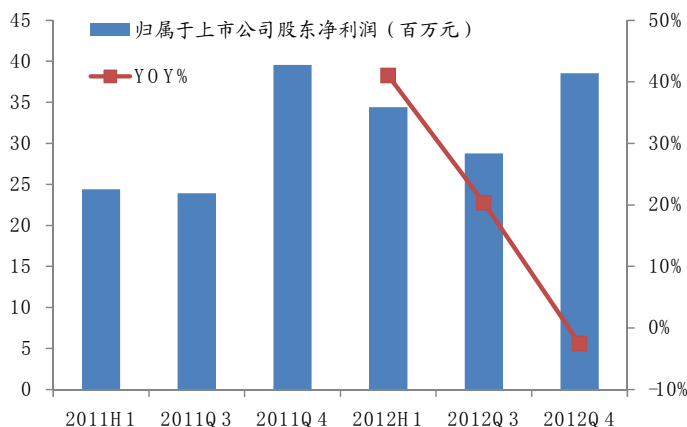
- 地产调控风险、市场开拓风险、渠道拓展过快所带来的管理风险。

图表1：公司季度营业收入（百万元）

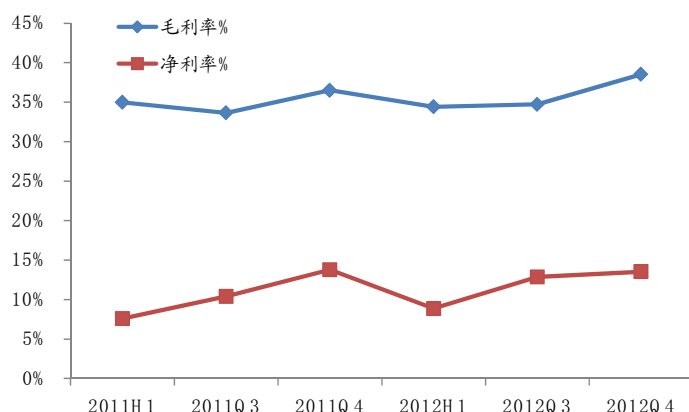


来源：国金证券研究所、公司年报

图表2：公司季度净利润（百万元）

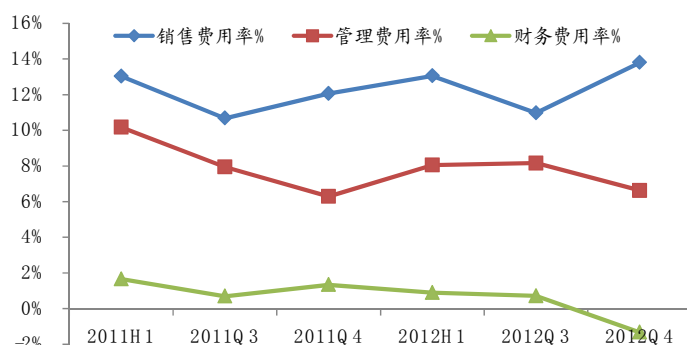


图表3：公司盈利能力

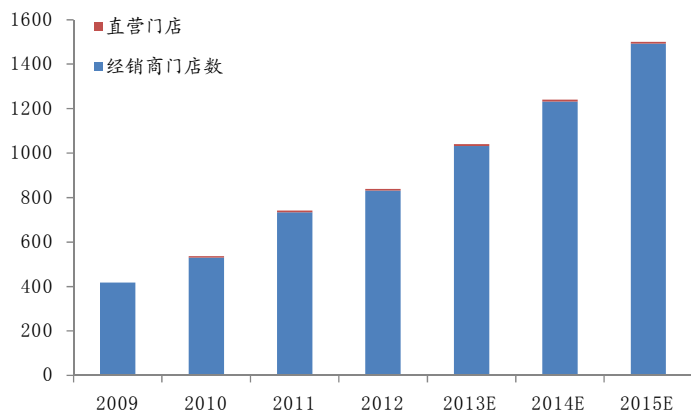


来源：国金证券研究所、公司年报

图表4：公司期间费用率

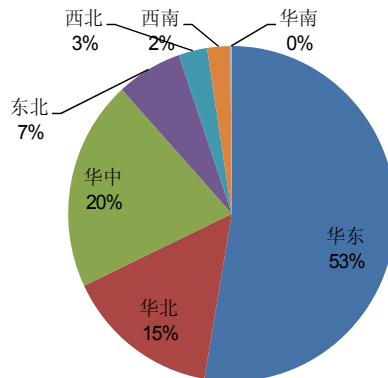


图表5: 公司门店数



来源: 国金证券研究所、招股书

图表6: 公司门店分布

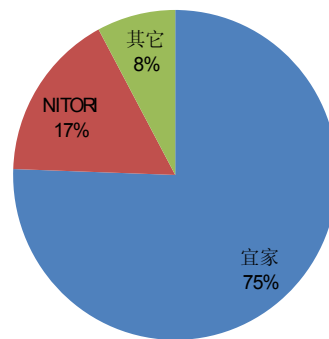


图表7: 公司渠道下沉仍有较大空间

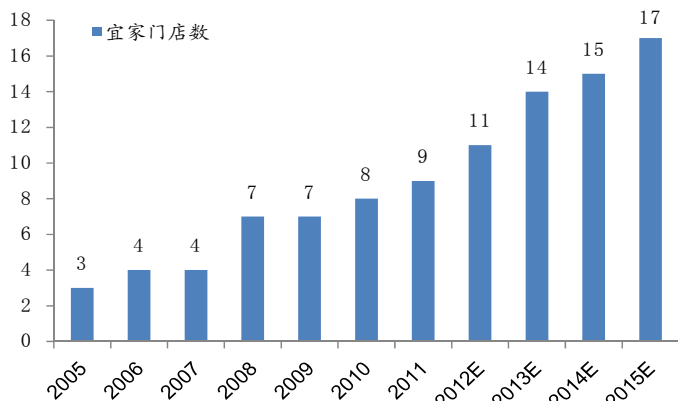


来源: 国金证券研究所

图表8: OEM/ODM 客户结构

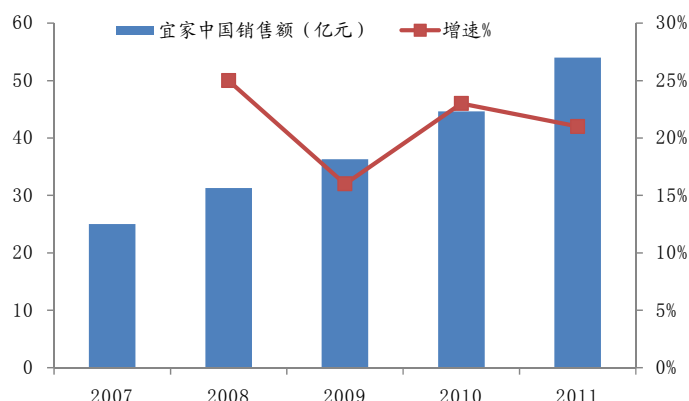


图表9: 宜家中国门店数

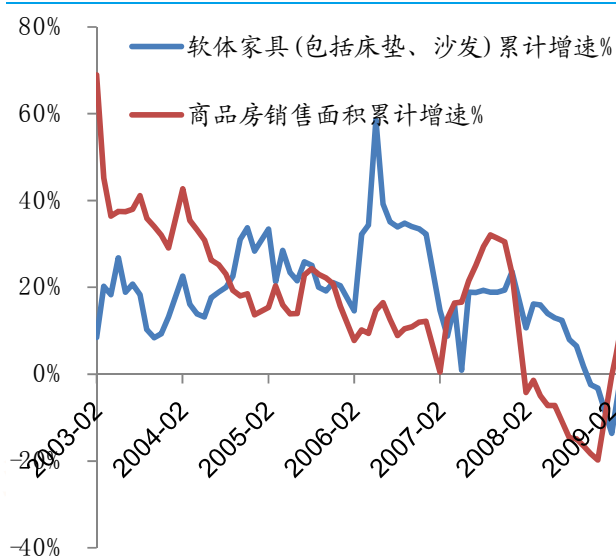


来源: 网络、公司财报、国金证券研究所

图表10: 宜家中国收入复合增速 21%



图表11: 地产回暖将推动床垫销售回升



来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表12：三张报表简表

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	670	838	897	1,033	1,253	1,503
增长率		25.1%	7.0%	15.1%	21.3%	20.0%
主营业务成本	-409	-544	-576	-668	-809	-963
%销售收入	61.1%	64.9%	64.2%	64.7%	64.6%	64.1%
毛利	261	295	321	365	443	539
%销售收入	38.9%	35.1%	35.8%	35.3%	35.4%	35.9%
营业税金及附加	-6	-6	-8	-8	-10	-12
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-107	-101	-115	-132	-160	-192
%销售收入	16.0%	12.1%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
管理费用	-58	-69	-68	-83	-100	-120
%销售收入	8.6%	8.2%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润（EBIT）	90	118	131	142	173	215
%销售收入	13.5%	14.1%	14.6%	13.7%	13.8%	14.3%
财务费用	-10	-11	-1	8	4	5
%销售收入	1.5%	1.3%	0.1%	-0.8%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-1	-4	-14	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	-2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	80	105	114	150	177	220
营业利润率	11.9%	12.5%	12.7%	14.5%	14.2%	14.6%
营业外收支	9	2	6	0	0	0
税前利润	89	107	120	150	177	220
利润率	13.2%	12.7%	13.4%	14.5%	14.2%	14.6%
所得税	-8	-19	-18	-22	-27	-33
所得税率	9.2%	17.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	81	88	102	127	151	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	81	88	102	127	151	187
净利率	12.0%	10.5%	11.3%	12.3%	12.0%	12.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	81	88	102	127	151	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	28	40	27	46	76
非经营收益	2	18	1	9	6	5
营运资金变动	-32	-41	-7	-42	-37	-44
经营活动现金净流	69	93	135	122	165	224
资本开支	-35	-48	-154	-192	-210	-150
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	-378	0	0	0
投资活动现金净流	-35	-47	-532	-192	-210	-150
股权募资	38	0	604	-28	0	0
债权募资	54	-70	-110	44	50	-69
其他	-35	-45	-31	-3	-6	-5
筹资活动现金净流	56	-115	463	12	45	-74
现金净流量	91	-69	67	-58	0	0

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	179	109	558	500	500	500
应收款项	143	176	223	228	274	328
存货	96	137	115	146	177	211
其他流动资产	19	26	16	13	16	19
流动资产	437	448	912	887	967	1,059
%总资产	69.7%	68.1%	73.4%	64.5%	59.7%	59.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	150	157	281	458	625	701
%总资产	23.9%	23.8%	22.7%	33.3%	38.6%	39.3%
无形资产	28	48	41	28	25	23
非流动资产	190	210	330	488	652	726
%总资产	30.3%	31.9%	26.6%	35.5%	40.3%	40.7%
资产总计	627	657	1,241	1,376	1,619	1,785
短期借款	200	130	20	64	115	45
应付款项	131	185	188	185	224	266
其他流动负债	20	10	26	20	25	29
流动负债	351	325	235	270	363	341
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	352	325	235	270	363	342
普通股股东权益	275	332	1,014	1,113	1,263	1,450
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	627	657	1,248	1,383	1,626	1,792

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.512	0.558	0.484	0.607	0.718	0.890
每股净资产	1.749	2.107	4.827	5.299	6.016	6.906
每股经营现金净流	0.442	0.592	0.644	0.581	0.788	1.068
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	29.25%	26.48%	10.04%	11.45%	11.93%	12.88%
总资产收益率	12.85%	13.37%	8.15%	9.21%	9.27%	10.43%
投入资本收益率	17.25%	21.05%	10.73%	10.23%	10.66%	12.20%
增长率						
主营业务收入增长率	11.25%	25.10%	7.02%	15.11%	21.29%	19.96%
EBIT增长率	-19.14%	30.83%	10.43%	8.44%	21.98%	24.25%
净利润增长率	14.46%	9.06%	15.78%	25.20%	18.31%	23.98%
总资产增长率	34.71%	4.83%	89.92%	10.82%	17.71%	10.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.2	66.0	75.6	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	69.4	78.1	79.7	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	89.4	92.9	100.6	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	81.3	66.1	68.7	86.5	131.6	164.7
偿债能力						
净负债/股东权益	7.35%	5.99%	-53.05%	-39.17%	-30.50%	-31.33%
EBIT利息保障倍数	9.1	11.1	105.2	-17.3	-38.6	-42.2
资产负债率	56.07%	49.52%	18.79%	19.53%	22.32%	19.06%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	1
增持	0	0	2	3	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.67	1.71	1.82

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-12-16	增持	8.57	10.90 ~ 11.50

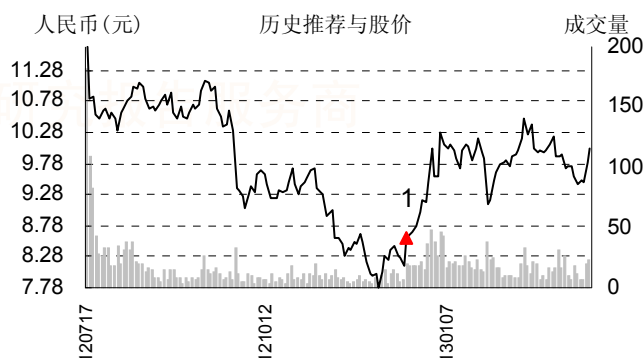
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net