

## 喜临门 (603008.SH) 室内家具行业

评级：增持 维持评级

公司点评

周文波

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

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

## 修炼内功，期待腾飞

## 事件

近期我们调研了喜临门公司，与公司新任营销副总余雷及董秘杨刚进行了交流。喜临门公司主营床垫生产及营销，占国内市场份额仅 4% 左右，公司拥有不错的平台，未来可能扮演行业整合者角色。公司目前正在进行制度改革，以向品牌消费转型，公司未来发展值得关注。

## 评论

**转型中，成效仍需等待：**近几年公司收入增长较慢，公司也意识到发展遇到了瓶颈，从去年下半年开始对内部制度及管理进行改革。未来公司将按事业部制进行运营，包括国内销售事业部、国际事业部（宜家事业部、宜家以外的客户）、酒店家具、大客户等，各大事业部独立运营、独立核算，充分调动员工积极性，而总部职能主要是战略规划、管控与监督。此外在品牌营销及渠道方面都会进行改变，同时进一步丰富产品线，逐步向中高端拓展，以增强公司及渠道商的盈利能力，我们预计公司改革成效 14 年将显现。

**品牌营销发力，渠道扩张、调整同步进行：**为向品牌消费转型，去年下半年公司引进新的营销副总，并启动中国睡眠指数调查，在各省市区进行宣传推广，在营销上起到非常好的效果。未来公司在品牌推广上将加大投入，核心是围绕终端，如家具卖场的广告推广等，此外杂志、高架广告牌、新媒体等媒介推广也将展开。通过多平台持续营销，进一步提高公司的品牌知名度。而在渠道方面，截至 12 年底公司共拥有 839 家经销商门店，包括 8 家直营店，831 家经销商门店。目前公司门店分布：一、二线占比 40%-50%，三、四线城市占比 50%-60%；从区域看主要集中在华东、华北等地，华南、西南等市场偏弱。13 年公司计划新开 200 家专卖店，中期规划达 2000 家专卖店。针对公司目前单店营业额偏低，经销商盈利能力较弱等问题，公司主要从以下几个层面来改进：1、加强营销，提高品牌知名度，增强产品动销；2、制度改革：建立销售人员绩效考核制度，提高员工积极性，改善对渠道商的服务。3、渠道精耕，由坐商改行商，销售人员深入居民小区推广以吸引顾客；4、店面改造（今年计划改造 200 家专卖店），打造高端形象，同时推出不断提高高档产品比重。

**丰富产品线，进军高端产品：**公司今年开始对产品线进行改造、整合，根据利润率、分销率等指标淘汰部分产品，同时新增价高、盈利能力强的产品，如近期推出的 BBR、净眠系列产品。BBR 定位于奢华的高端产品（价格 3-5 万元）；“净眠”系列产品主打除甲醛概念，单价 2-3 万元，毛利率达 70%，盈利能力较强。此外针对网络销售，公司推出喜临门“城市爱情”和“呼噜噜”两个系列产品，其中“城市爱情”强调小清新文艺范；“呼噜噜”则强调童趣、儿童元素。通过不断推出高端产品，提高公司品牌形象并提高单店营业额。从效果看还是比较明显的，据了解公司“五一期间”公司单店营业额比去年 11 月国庆期间增长 28.7%。

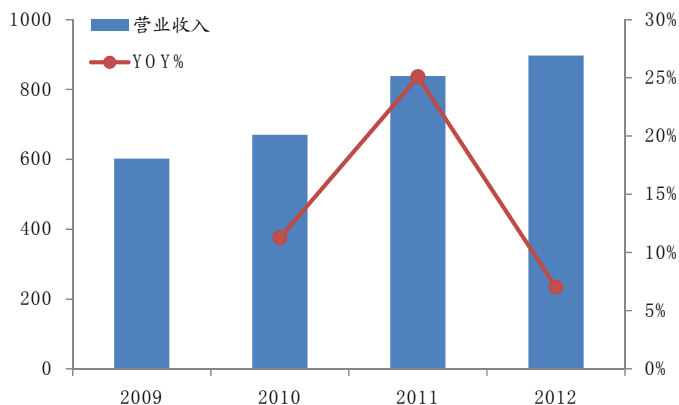
**工厂布局调整，短期影响产能释放：**为了配合公司事业部改革，公司对现有工厂车间布局进行调整，短期影响了产能，致使部分订单难以满足，导致公司一季度收入增长受影响，负面影响预计将持续到二季度末，下半年有望恢复正常。此外，公司募投项目北方工厂预计今年 11 月份投产，将贡献 70 万张新床垫和 2 万张软床产能。而在绍兴工厂，公司将继续扩张产能，预计 8 月份动工。

**内销改善明显，但 OEM 业务&酒店家具不理想：**公司一季度公司收入增长 7.3%，净利润增长 15% 左右。分渠道看，经销门店改善非常明显，增长 40% 左右（快速增长的原因：1、地产回暖，刺激床垫销售回升；2、公司产品 3 月初提价 10%，渠道商提前拿货），但酒店家具及 OEM 业务不是很理想，其中酒店家具下滑 25%（受反腐影响，高档酒店投资及装修业务放缓）、OEM 业务下滑 2%（工厂调整影响产能释放，致使 OEM 订单难以满足），此外新渠道——网销、大客户保持 50%-100% 增长，对公司整体贡献将逐步显现。

## 盈利调整及投资建议

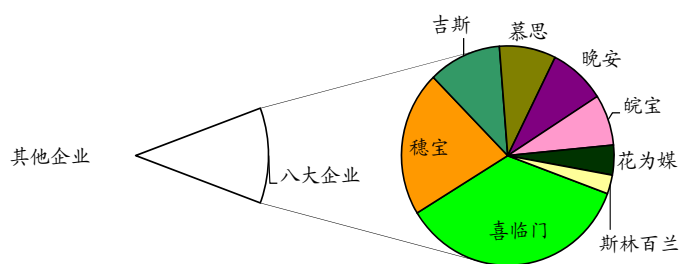
- 我们预计 2013-2015 年归属于上市公司股东净利润分别为 1.26 亿元、1.63 亿元、2.07 亿元，分别增长 23.7%、29.5%、27%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.6 元、0.78 元、0.99 元。
- 我们认为随着我国床垫行业的整合，公司有望凭借强大的研发能力、较强的品牌知名度以及快速拓展的渠道网络，成为行业优胜者，目前公司正在进行改革，成效有望逐步显现，给予公司“增持”评级，目标价 12 元，对应 13 年 20 倍 PE。

图表1：公司营业收入（百万元）

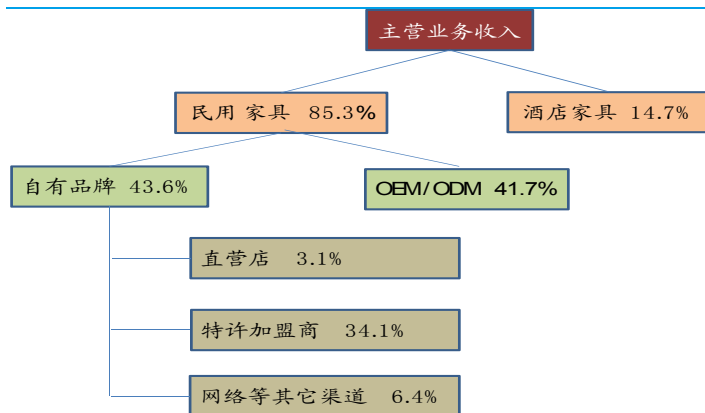


来源：公司财报、招股书、国金证券研究所

图表2：中国床垫市场集中度

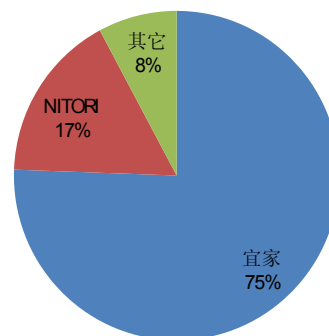


图表3：公司营业收入按渠道划分

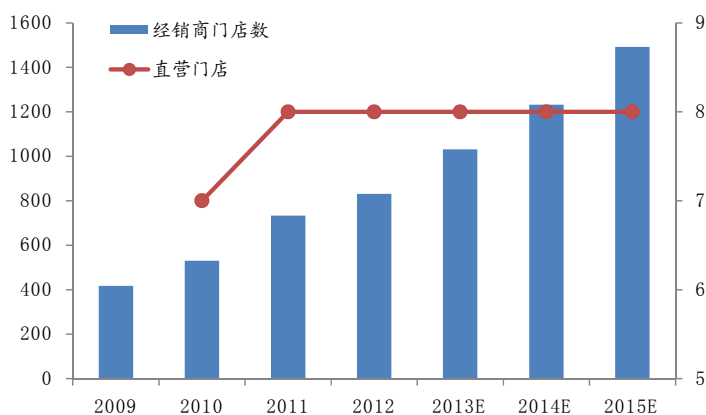


来源：公司财报、国金证券研究所

图表4：OEM/ODM 客户结构

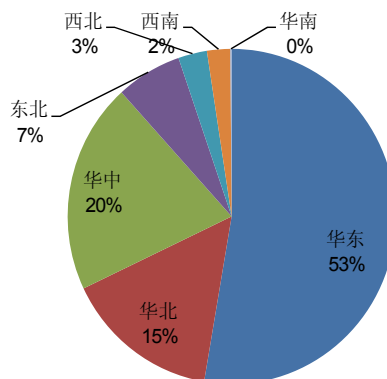


图表5: 公司门店数

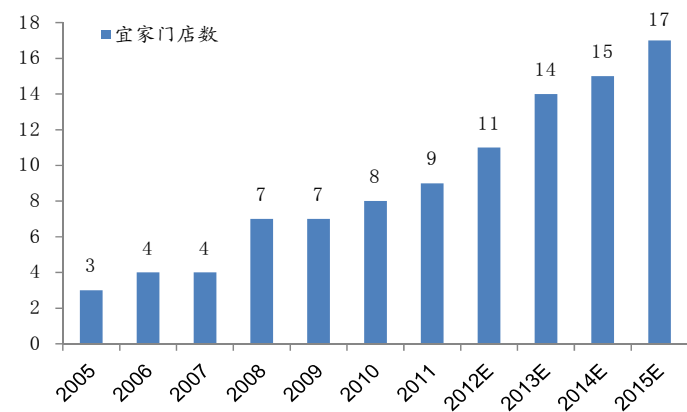


来源: 招股书、国金证券研究所

图表6: 公司门店分布

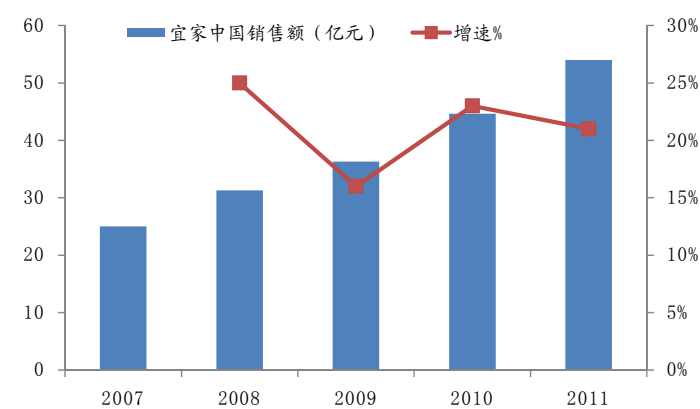


图表7: 宜家中国门店数



来源: 网络、公司财报、国金证券研究所

图表8: 宜家中国收入复合增速 21%



图表9：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	670	838	897	1,034	1,309	1,583
增长率		25.1%	7.0%	15.3%	26.6%	20.9%
主营业务成本	-409	-544	-576	-665	-839	-1,003
%销售收入	61.1%	64.9%	64.2%	64.3%	64.1%	63.4%
毛利	261	295	321	370	470	580
%销售收入	38.9%	35.1%	35.8%	35.7%	35.9%	36.6%
营业税金及附加	-6	-6	-8	-8	-10	-13
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-107	-101	-115	-139	-168	-203
%销售收入	16.0%	12.1%	12.8%	13.4%	12.8%	12.8%
管理费用	-58	-69	-68	-83	-105	-127
%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	140	187	238
%销售收入	13.5%	14.1%	14.6%	13.5%	14.3%	15.0%
财务费用	-10	-11	-1	8	4	6
%销售收入	1.5%	1.3%	0.1%	-0.8%	-0.3%	-0.4%
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	148	192	243
营业利润率	11.9%	12.5%	12.7%	14.3%	14.6%	15.4%
营业外收支	9	2	6	0	0	0
税前利润	89	107	120	148	192	243
利润率	13.2%	12.7%	13.4%	14.3%	14.6%	15.4%
所得税	-8	-19	-18	-22	-29	-37
所得税率	9.2%	17.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	81	88	102	126	163	207
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	126	163	207
净利率	12.0%	10.5%	11.3%	12.2%	12.4%	13.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	81	88	102	126	163	207
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	-47	-48
经营活动现金净流	69	93	135	120	168	240
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	46	48	-85
其他	-35	-45	-31	-3	-6	-5
筹资活动现金净流	56	-115	463	14	42	-90
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	286	346
存货	96	137	115	146	184	220
其他流动资产	19	26	16	13	17	20
流动资产	437	448	912	887	987	1,086
%总资产	69.7%	68.1%	73.4%	64.5%	60.2%	59.9%
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%	38.1%	38.7%
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%	39.8%	40.1%
资产总计	627	657	1,241	1,375	1,639	1,812
短期借款	200	130	20	66	114	28
应付款项	131	185	188	185	232	278
其他流动负债	20	10	26	20	26	31
流动负债	351	325	235	271	372	337
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	271	372	338
普通股股东权益	275	332	1,014	1,111	1,274	1,481
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	627	657	1,248	1,382	1,646	1,819

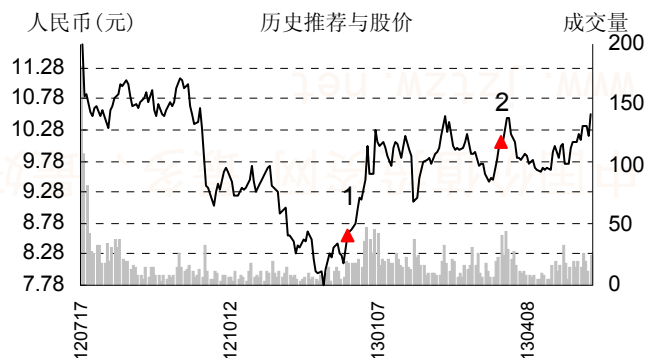
比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.512	0.558	0.484	0.599	0.776	0.985
每股净资产	1.749	2.107	4.827	5.291	6.067	7.052
每股经营现金净流	0.442	0.592	0.644	0.572	0.800	1.141
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%	11.32%	12.79%	13.97%
总资产收益率	12.85%	13.37%	8.15%	9.10%	9.90%	11.38%
投入资本收益率	17.25%	21.05%	10.73%	10.10%	11.47%	13.38%
增长率						
主营业务收入增长率	11.25%	25.10%	7.02%	15.31%	26.55%	20.93%
EBIT增长率	-19.14%	30.83%	10.43%	7.08%	33.89%	26.96%
净利润增长率	14.46%	9.06%	15.78%	23.66%	29.54%	26.97%
总资产增长率	34.71%	4.83%	89.92%	10.80%	19.16%	10.56%
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	86.4	125.9	156.3
偿债能力						
净负债/股东权益	7.35%	5.99%	-53.05%	-39.04%	-30.30%	-31.79%
EBIT利息保障倍数	9.1	11.1	105.2	-17.2	-42.3	-42.1
资产负债率	56.07%	49.52%	18.79%	19.62%	22.59%	18.58%

### 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
2	2013-03-20	增持	10.10	N/A

来源：国金证券研究所



### 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。

**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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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