

2013年10月17日



喜临门(603008.SH)

室内家具行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：8.87元

## 营收&利润双升，向好趋势明显

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)	178.65
总市值(百万元)	28.10
年内股价最高最低(元)	12.58/5.43
沪深300指数	2413.33
上证指数	2188.54



### 相关报告

- 《订单超预期，改善逻辑逐步得到验证》，2013.9.2
- 《改革成效将逐步兑现》，2013.8.19
- 《静待改革进展》，2013.8.15

周文波 分析师 SAC 执业编号：S1130513060001  
(8621)61038290  
zhouwb@gjqz.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	0.323	0.406	0.529	0.680
每股净资产(元)	2.11	4.83	5.30	6.23	7.25
每股经营性现金流(元)	0.59	0.64	0.57	0.81	1.15
市盈率(倍)	N/A	31.80	21.87	16.77	13.05
行业优化市盈率(倍)	14.27	33.31	30.57	30.57	30.57
净利润增长率(%)	9.06%	15.78%	25.74%	30.38%	28.50%
净资产收益率(%)	26.48%	10.04%	11.49%	12.75%	14.07%
总股本(百万股)	157.50	315.00	315.00	315.00	315.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 喜临门公布三季报：营业收入7.03亿元，增长15%；归属上市公司股东净利润0.79元，增长24.4%，扣非后增长28.8%，EPS 0.26元。

### 经营分析

- 营收向好是亮点，改善逻辑逐步得到验证：前三季度营收增长15%，利润增长24.4%。其中三季度营收增长25%，净利润增长27.7%，基本符合我们预期。分季度看，营收改善非常明显（Q1、Q2增速分别为7.3%、10.7%），公司改革的成效正在逐步得到数据验证。而公司8月下旬的订货会共获订单1.65亿元，将于年内陆续发货，因此我们判断4季度公司增速有望加速，改善趋势将延续。
- 河北基地投产在即，产能制约有望缓解：目前公司在手订单非常充足，但受产能制约，供应较为紧张。公司募投项目河北工厂目前已开始试运行，11月份将正式投产，有望贡献产能30-40万张（年化），将缓解产能紧张状况。河北工厂总体规划70万张，明年中期将全部投产。
- 全新产品线，毛利率仍有提升空间：三季度毛利率35.15%，较二季度略微提升。从9月份开始公司全面推广新产品，法诗曼价格2999-12999元/张；喜临门价格5999-24999元，无论是产品价格还是单品毛利率都要高于原有老产品。由于新产品更多在4季度销售，我们预计公司毛利率将有所上升。
- 改革深入推行，质变可期：公司今年启动的事业部制改革逐步得到资本市场的关注及认可，尤其是在自有品牌业务方面，新任营销总监余雷等新团队所带来的新思路、新方式对公司带来的改善已初见端倪，无论是产品线、门店形象、渠道、品牌推广及营销方式都有了看得见的变化，我们完全认同公司的改革方向及思路。未来公司改革有望深入发展，无论从人事、供应链、还是销售方式等都会有更多的变化及改进，我们认为公司将逐步蜕变，而在国内床垫格局非常分散的背景下，公司完全有机会做大做强，前景非常广阔。

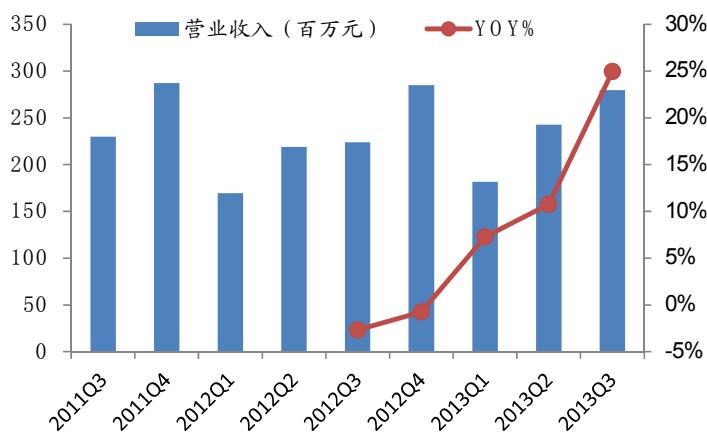
### 盈利预测及投资建议

- 维持公司业绩预测，预计2013-2015年归属于上市公司股东净利润分别为1.28亿元、1.67亿元、2.14亿元，分别增长25.7%、30.4%、28.5%；实现全面摊薄EPS分别为0.41元、0.53元、0.68元，我们看好公司改革前景，建议“买入”，上调公司未来6-12个月目标价至13元，对应13年、14年PE分别为31.7倍和24.5倍。

### 风险提示

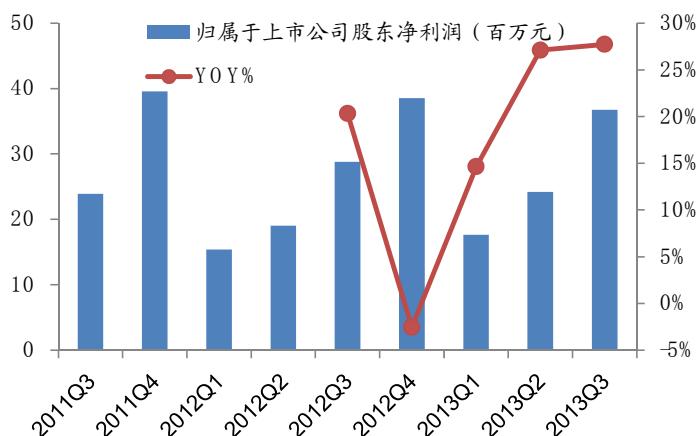
- 小非减持；改革成效低于预期；

图表1：公司营业收入（百万元）

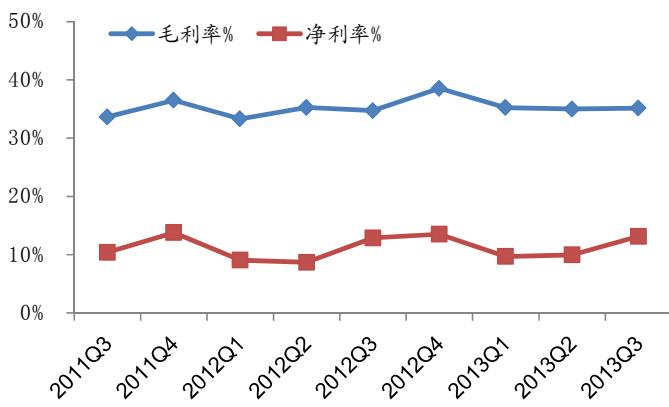


来源：国金证券研究所

图表2：公司净利润（百万元）

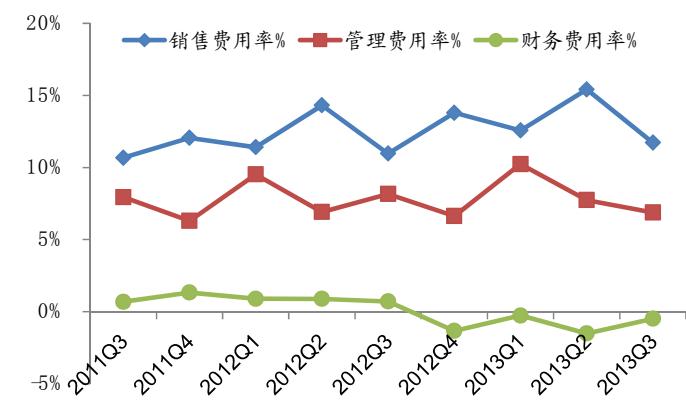


图表3：公司净利率上升明显



来源：国金证券研究所

图表4：公司期间费用率



图表5：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>670</b>	<b>838</b>	<b>897</b>	<b>1,053</b>	<b>1,330</b>	<b>1,623</b>
增长率	25.1%	7.0%	17.3%	26.3%	22.0%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-409</b>	<b>-544</b>	<b>-576</b>	<b>-677</b>	<b>-852</b>	<b>-1,028</b>
%销售收入	61.1%	64.9%	64.2%	64.3%	64.1%	63.4%
<b>毛利</b>	<b>261</b>	<b>295</b>	<b>321</b>	<b>376</b>	<b>478</b>	<b>595</b>
%销售收入	38.9%	35.1%	35.8%	35.7%	35.9%	36.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>营业费用</b>	<b>-107</b>	<b>-101</b>	<b>-115</b>	<b>-141</b>	<b>-170</b>	<b>-208</b>
%销售收入	16.0%	12.1%	12.8%	13.4%	12.8%	12.8%
<b>管理费用</b>	<b>-58</b>	<b>-69</b>	<b>-68</b>	<b>-84</b>	<b>-106</b>	<b>-130</b>
%销售收入	8.6%	8.2%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>90</b>	<b>118</b>	<b>131</b>	<b>142</b>	<b>190</b>	<b>244</b>
%销售收入	13.5%	14.1%	14.6%	13.5%	14.3%	15.0%
<b>财务费用</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>8</b>
%销售收入	1.5%	1.3%	0.1%	-0.8%	-0.4%	-0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>80</b>	<b>105</b>	<b>114</b>	<b>150</b>	<b>196</b>	<b>252</b>
<b>营业利润率</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.7%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.5%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>89</b>	<b>107</b>	<b>120</b>	<b>150</b>	<b>196</b>	<b>252</b>
<b>利润率</b>	<b>13.2%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.5%</b>
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-19</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-29</b>	<b>-38</b>
<b>所得税率</b>	<b>9.2%</b>	<b>17.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>102</b>	<b>128</b>	<b>167</b>	<b>214</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>102</b>	<b>128</b>	<b>167</b>	<b>214</b>
<b>净利率</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.5%</b>	<b>11.3%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.2%</b>

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>102</b>	<b>128</b>	<b>167</b>	<b>214</b>
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	4	3
营运资金变动	-32	-41	-7	-45	-47	-52
<b>经营活动现金净流</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>135</b>	<b>119</b>	<b>170</b>	<b>241</b>
资本开支	-35	-48	-154	-185	-210	-150
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	-378	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-35</b>	<b>-47</b>	<b>-532</b>	<b>-185</b>	<b>-210</b>	<b>-150</b>
股权募资	38	0	604	-28	28	0
债权募资	54	-70	-110	40	16	-75
其他	-35	-45	-31	-3	-4	-3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>56</b>	<b>-115</b>	<b>463</b>	<b>9</b>	<b>40</b>	<b>-78</b>
<b>现金净流量</b>	<b>91</b>	<b>-69</b>	<b>67</b>	<b>-58</b>	<b>0</b>	<b>14</b>

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
<b>货币资金</b>	<b>179</b>	<b>109</b>	<b>558</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>514</b>
应收账款	143	176	223	232	290	354
存货	96	137	115	148	187	225
其他流动资产	19	26	16	14	17	21
<b>流动资产</b>	<b>437</b>	<b>448</b>	<b>912</b>	<b>894</b>	<b>994</b>	<b>1,114</b>
%总资产	69.7%	68.1%	73.0%	64.7%	60.4%	60.5%
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%	22.5%	33.2%	38.0%	38.1%
无形资产	28	48	41	28	25	23
非流动资产	190	210	337	488	652	726
%总资产	30.3%	31.9%	27.0%	35.3%	39.6%	39.5%
<b>资产总计</b>	<b>627</b>	<b>657</b>	<b>1,248</b>	<b>1,382</b>	<b>1,646</b>	<b>1,840</b>
<b>短期借款</b>	<b>200</b>	<b>130</b>	<b>20</b>	<b>60</b>	<b>76</b>	<b>0</b>
应付款项	131	185	188	188	236	285
其他流动负债	20	10	26	21	26	32
流动负债	351	325	235	269	338	316
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>352</b>	<b>325</b>	<b>235</b>	<b>269</b>	<b>338</b>	<b>317</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>1,014</b>	<b>1,113</b>	<b>1,308</b>	<b>1,523</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>627</b>	<b>657</b>	<b>1,248</b>	<b>1,382</b>	<b>1,646</b>	<b>1,840</b>
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.512	0.558	0.323	0.406	0.529	0.680
每股净资产	1.749	2.107	4.827	5.301	6.231	7.251
每股经营现金流	0.442	0.592	0.644	0.566	0.810	1.149
每股股利	0.000	0.000	0.180	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	29.25%	26.48%	10.04%	11.49%	12.75%	14.07%
总资产收益率	12.85%	13.37%	8.15%	9.26%	10.13%	11.65%
投入资本收益率	17.25%	21.05%	10.73%	10.30%	11.69%	13.62%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	11.25%	25.10%	7.02%	17.34%	26.31%	22.04%
EBIT增长率	-19.14%	30.83%	10.43%	8.83%	33.88%	28.28%
净利润增长率	14.46%	9.06%	15.78%	25.74%	30.38%	28.50%
总资产增长率	34.71%	4.83%	89.92%	10.71%	19.12%	11.77%
<b>资产管理能力</b>						
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	84.9	123.9	152.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	7.35%	5.99%	-53.05%	-39.51%	-32.39%	-33.67%
EBIT利息保障倍数	9.1	11.1	105.2	-17.1	-32.4	-30.7
资产负债率	56.07%	49.52%	18.79%	19.46%	20.52%	17.24%

### 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	5	12	14
增持	0	0	2	7	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.29	1.35	1.38

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
2 2013-03-20	增持	10.10	N/A
3 2013-05-16	增持	11.58	12.00 ~ 12.00
4 2013-05-27	买入	11.93	16.00 ~ 16.00
5 2013-08-15	买入	6.74	N/A
6 2013-08-19	买入	7.13	N/A
7 2013-09-02	买入	7.67	N/A

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。

**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形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靠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](mailto: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](mailto: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：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：[researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD