

## 喜临门 (603008.SH) 室内家具行业

评级：买入 维持评级

公司点评

周文波

分析师 SAC 执业编号：S1130513060001  
(8621)60230237  
zhouwb@gjzq.com.cn

## 喜临门与美乐乐合作点评

## 事件

喜临门公告与成都乐美饰家贸易有限公司（美乐乐家居网）签署了《战略合作框架协议》，2014-2015年拟向乐美饰家供床垫8万张、15万张，同时在重大的媒体宣传和公关活动中互相配合，进行品牌协调合作。此外，喜临门全国各区域销售队伍将协助美乐乐线下门店进行床垫产品的培训、陈列、促销活动等终端业务工作。本协议合作期限为五年，自本协议生效之日起至2018年12月31日止。

## 评论

**傍上美乐乐，公司获得加速器：**美乐乐家居网是中国领先的集装修、建材、家居于一体的O2O网站，注册会员超过1000万，在全国拥有250余家体验馆，是家居行业具有较大影响力的电商之一。美乐乐是电商+实体店模式，通过线上购物，线下实体店体验，可以挤掉家居行业的水分，让消费者获得实惠；而对供应商而言，由于免除高昂的租金和销售成本，虽然产品销售价格及毛利率稍低，但营利性仍非常可观。目前在传统家居卖场因经营成本高，竞争力不断下滑之际，以美乐乐为代表的家居新模式正跨入快速成长期。2012年美乐乐销售额约10元，今年预计将翻番。根据协议内容，喜临门2014年将向美乐乐供货8万张床垫，粗略测算总金额约8000万元，增长约7%-8%。但对喜临门而言，傍上美乐乐后，更重要的是获得新的销售渠道，分享美乐乐的高成长。

**产品线改革、多渠道战略扎实推进：**喜临门是我们今年持续跟踪及推荐标的，在报告《修炼内功，期待腾飞》、《璞玉》中，我们首提改善逻辑。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，公司也逐步得到资本市场的关注及认可。公司近期公告与迪士尼、艾影公司合作，借助迪斯尼、小熊维尼、哆啦A梦等一系列卡通形象切入儿童床垫市场，进一步丰富产品覆盖度，拉长产品线。而此次与美乐乐合作则是多渠道战略的体现，按照公司规划，经销渠道将围绕红星美凯龙等大型家居卖场，以每年100-150家门店稳步增长。但在新渠道方面，如网络、电商、大客户、KA系统则要进一步发力，新渠道对公司贡献度将越来越大。总的来说，公司正按照自身的节奏，稳步前行。

**业绩增长确定性高，维持买入：**公司将2014年收入增长目标定为30%-50%，围绕这一目标，公司正扎实推进工作，此次公告仍属于预期内，我们预计公司后续仍可能有其它合作或新的订单等。而对于公司而言，我们更看重的是方向，我们一直强调国内床垫企业有机会做大，而喜临门有这个潜力（具体可见我们关于喜临门系列报告）。

## 盈利预测及投资建议

我们调整了公司盈利预测，预计2013-2015年归属于上市公司股东净利润分别为1.27亿元、1.69亿元、2.13亿元，分别增长24.9%、32.9%、26.4%；实现全面摊薄EPS分别为0.4元、0.54元、0.68元，建议“买入”，目标价13元，对应13年32.2倍PE和14年24.3倍PE。

## 风险

改革成效低于预期、渠道拓展过快所带来的管理风险、地产调控风险

**图表1：三张报表摘要**
**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>1,037</b> | <b>1,373</b> | <b>1,720</b>  |
| 增长率                |              | 25.1%        | 7.0%         | 15.6%        | 32.4%        | 25.2%         |
| <b>主营业务成本</b>      | <b>-409</b>  | <b>-544</b>  | <b>-576</b>  | <b>-666</b>  | <b>-874</b>  | <b>-1,094</b> |
| <b>%销售收入</b>       | <b>61.1%</b> | <b>64.9%</b> | <b>64.2%</b> | <b>64.2%</b> | <b>63.7%</b> | <b>63.6%</b>  |
| <b>毛利</b>          | <b>261</b>   | <b>295</b>   | <b>321</b>   | <b>371</b>   | <b>499</b>   | <b>625</b>    |
| %销售收入              | 38.9%        | 35.1%        | 35.8%        | 35.8%        | 36.3%        | 36.4%         |
| <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>-14</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>-139</b>  | <b>-185</b>  | <b>-230</b>   |
| %销售收入              | 16.0%        | 12.1%        | 12.8%        | 13.4%        | 13.5%        | 13.4%         |
| <b>管理费用</b>        | <b>-58</b>   | <b>-69</b>   | <b>-68</b>   | <b>-83</b>   | <b>-110</b>  | <b>-138</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>141</b>   | <b>193</b>   | <b>244</b>    |
| %销售收入              | 13.5%        | 14.1%        | 14.6%        | 13.6%        | 14.0%        | 14.2%         |
| <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%        | -0.4%         |
| <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>      |
| <b>%税前利润</b>       | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>   |
| <b>营业利润</b>        | <b>80</b>    | <b>105</b>   | <b>114</b>   | <b>149</b>   | <b>199</b>   | <b>251</b>    |
| 营业利润率              | 11.9%        | 12.5%        | 12.7%        | 14.4%        | 14.5%        | 14.6%         |
| <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>149</b>   | <b>199</b>   | <b>251</b>    |
| 利润率                | 13.2%        | 12.7%        | 13.4%        | 14.4%        | 14.5%        | 14.6%         |
| <b>所得税</b>         | <b>-8</b>    | <b>-19</b>   | <b>-18</b>   | <b>-22</b>   | <b>-30</b>   | <b>-38</b>    |
| 所得税率               | 9.2%         | 17.8%        | 15.1%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%         |
| <b>净利润</b>         | <b>81</b>    | <b>88</b>    | <b>102</b>   | <b>127</b>   | <b>169</b>   | <b>213</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>127</b>   | <b>169</b>   | <b>213</b>    |
| 净利率                | 12.0%        | 10.5%        | 11.3%        | 12.2%        | 12.3%        | 12.4%         |

**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>127</b>  | <b>169</b>  | <b>213</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>非现金支出</b>    | <b>18</b>  | <b>28</b>   | <b>40</b>   | <b>27</b>   | <b>46</b>   | <b>76</b>   |
| <b>非经营收益</b>    | <b>2</b>   | <b>18</b>   | <b>1</b>    | <b>9</b>    | <b>5</b>    | <b>3</b>    |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>-32</b> | <b>-41</b>  | <b>-7</b>   | <b>-43</b>  | <b>-58</b>  | <b>-61</b>  |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>69</b>  | <b>93</b>   | <b>135</b>  | <b>121</b>  | <b>162</b>  | <b>232</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-35</b> | <b>-48</b>  | <b>-154</b> | <b>-185</b> | <b>-210</b> | <b>-150</b> |
| <b>投资</b>       | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>其他</b>       | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>-378</b> | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <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> |
| <b>股权募资</b>     | <b>38</b>  | <b>0</b>    | <b>604</b>  | <b>-28</b>  | <b>28</b>   | <b>0</b>    |
| <b>债权募资</b>     | <b>54</b>  | <b>-70</b>  | <b>-110</b> | <b>38</b>   | <b>24</b>   | <b>-79</b>  |
| <b>其他</b>       | <b>-35</b> | <b>-45</b>  | <b>-31</b>  | <b>-3</b>   | <b>-5</b>   | <b>-3</b>   |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>56</b>  | <b>-115</b> | <b>463</b>  | <b>7</b>    | <b>48</b>   | <b>-82</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>91</b>  | <b>-69</b>  | <b>67</b>   | <b>-58</b>  | <b>0</b>    | <b>0</b>    |

**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>500</b>   |
| <b>应收款项</b>     | <b>143</b> | <b>176</b> | <b>223</b>   | <b>229</b>   | <b>300</b>   | <b>376</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>96</b>  | <b>137</b> | <b>115</b>   | <b>146</b>   | <b>192</b>   | <b>240</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>19</b>  | <b>26</b>  | <b>16</b>    | <b>13</b>    | <b>17</b>    | <b>22</b>    |
| <b>流动资产</b>     | <b>437</b> | <b>448</b> | <b>912</b>   | <b>888</b>   | <b>1,009</b> | <b>1,137</b> |
| %总资产            | 69.7%      | 68.1%      | 73.0%        | 64.5%        | 60.7%        | 61.0%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>固定资产</b>     | <b>150</b> | <b>157</b> | <b>281</b>   | <b>458</b>   | <b>625</b>   | <b>701</b>   |
| %总资产            | 23.9%      | 23.8%      | 22.5%        | 33.3%        | 37.6%        | 37.6%        |
| <b>无形资产</b>     | <b>28</b>  | <b>48</b>  | <b>41</b>    | <b>28</b>    | <b>25</b>    | <b>23</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>190</b> | <b>210</b> | <b>337</b>   | <b>488</b>   | <b>652</b>   | <b>726</b>   |
| %总资产            | 30.3%      | 31.9%      | 27.0%        | 35.5%        | 39.3%        | 39.0%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>627</b> | <b>657</b> | <b>1,248</b> | <b>1,376</b> | <b>1,661</b> | <b>1,863</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>200</b> | <b>130</b> | <b>20</b>    | <b>58</b>    | <b>83</b>    | <b>3</b>     |
| <b>应付款项</b>     | <b>131</b> | <b>185</b> | <b>188</b>   | <b>185</b>   | <b>242</b>   | <b>303</b>   |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>20</b>  | <b>10</b>  | <b>26</b>    | <b>20</b>    | <b>27</b>    | <b>34</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>351</b> | <b>325</b> | <b>235</b>   | <b>264</b>   | <b>352</b>   | <b>339</b>   |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>1</b>     |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>352</b> | <b>325</b> | <b>235</b>   | <b>264</b>   | <b>352</b>   | <b>340</b>   |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>275</b> | <b>332</b> | <b>1,014</b> | <b>1,112</b> | <b>1,310</b> | <b>1,523</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>627</b> | <b>657</b> | <b>1,248</b> | <b>1,376</b> | <b>1,661</b> | <b>1,863</b> |

**比率分析**

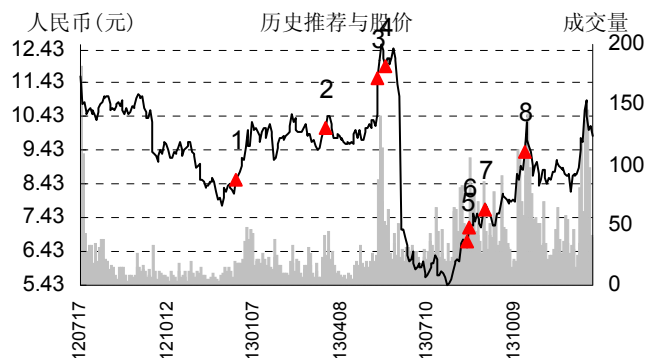
|               | 2010    | 2011   | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|---------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |        |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.512   | 0.558  | 0.323   | 0.403   | 0.536   | 0.678   |
| 每股净资产         | 1.749   | 2.107  | 4.827   | 5.297   | 6.236   | 7.253   |
| 每股经营现金净流      | 0.442   | 0.592  | 0.644   | 0.574   | 0.770   | 1.104   |
| 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%  | 11.42%  | 12.89%  | 14.01%  |
| 总资产收益率        | 12.85%  | 13.37% | 8.15%   | 9.23%   | 10.16%  | 11.45%  |
| 投入资本收益率       | 17.25%  | 21.05% | 10.73%  | 10.24%  | 11.77%  | 13.56%  |
| <b>增长率</b>    |         |        |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 11.25%  | 25.10% | 7.02%   | 15.63%  | 32.40%  | 25.20%  |
| EBIT增长率       | -19.14% | 30.83% | 10.43%  | 8.00%   | 36.70%  | 26.30%  |
| 净利润增长率        | 14.46%  | 9.06%  | 15.78%  | 24.88%  | 32.87%  | 26.44%  |
| 总资产增长率        | 34.71%  | 4.83%  | 89.92%  | 10.24%  | 20.71%  | 12.17%  |
| <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    | 86.1    | 120.0   | 143.9   |
| <b>偿债能力</b>   |         |        |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | 7.35%   | 5.99%  | -53.05% | -39.70% | -31.86% | -32.58% |
| EBIT利息保障倍数    | 9.1     | 11.1   | 105.2   | -16.9   | -33.8   | -32.5   |
| 资产负债率         | 56.07%  | 49.52% | 18.79%  | 19.17%  | 21.17%  | 18.26%  |

来源：国金证券研究所

**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           |
| 8 | 2013-10-18 | 买入 | 9.38  | 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: 0755-83831378               |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: 010-6621 6793          | 传真: 0755-83830558               |
| 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: 518000                      |
| 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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD |