

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

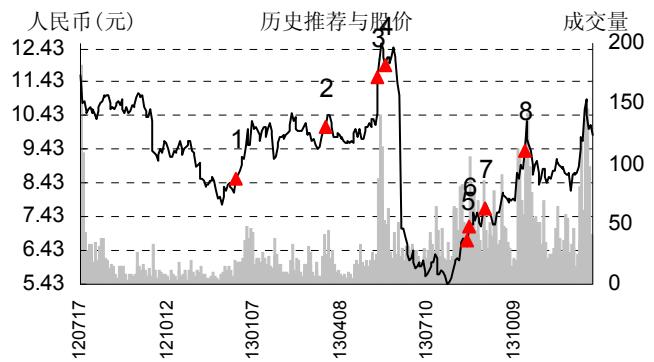
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	670	838	897	1,037	1,373	1,720	货币资金	179	109	558	500	500	500
增长率	25.1%	7.0%	15.6%	32.4%	25.2%		应收款项	143	176	223	229	300	376
主营业务成本	-409	-544	-576	-666	-874	-1,094	存货	96	137	115	146	192	240
%销售收入	61.1%	64.9%	64.2%	64.2%	63.7%	63.6%	其他流动资产	19	26	16	13	17	22
毛利	261	295	321	371	499	625	流动资产	437	448	912	888	1,009	1,137
%销售收入	38.9%	35.1%	35.8%	35.8%	36.3%	36.4%	%总资产	69.7%	68.1%	73.0%	64.5%	60.7%	61.0%
营业税金及附加	-6	-6	-8	-8	-11	-14	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	150	157	281	458	625	701
营业费用	-107	-101	-115	-139	-185	-230	%总资产	23.9%	23.8%	22.5%	33.3%	37.6%	37.6%
%销售收入	16.0%	12.1%	12.8%	13.4%	13.5%	13.4%	无形资产	28	48	41	28	25	23
管理费用	-58	-69	-68	-83	-110	-138	非流动资产	190	210	337	488	652	726
%销售收入	8.6%	8.2%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	30.3%	31.9%	27.0%	35.5%	39.3%	39.0%
息税前利润 (EBIT)	90	118	131	141	193	244	资产总计	627	657	1,248	1,376	1,661	1,863
%销售收入	13.5%	14.1%	14.6%	13.6%	14.0%	14.2%	短期借款	200	130	20	58	83	3
财务费用	-10	-11	-1	8	6	8	应付款项	131	185	188	185	242	303
%销售收入	1.5%	1.3%	0.1%	-0.8%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	20	10	26	20	27	34
资产减值损失	-1	-4	-14	0	0	0	流动负债	351	325	235	264	352	339
公允价值变动收益	1	1	-2	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	352	325	235	264	352	340
营业利润	80	105	114	149	199	251	普通股股东权益	275	332	1,014	1,112	1,310	1,523
营业利润率	11.9%	12.5%	12.7%	14.4%	14.5%	14.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	9	2	6	0	0	0	负债股东权益合计	627	657	1,248	1,376	1,661	1,863
税前利润	89	107	120	149	199	251							
利润率	13.2%	12.7%	13.4%	14.4%	14.5%	14.6%							
所得税	-8	-19	-18	-22	-30	-38							
所得税率	9.2%	17.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	81	88	102	127	169	213							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净	81	88	102	127	169	213							
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)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金净流	69	93	135	121	162	232	每股指标						
资本开支	-35	-48	-154	-185	-210	-150	每股收益	0.512	0.558	0.323	0.403	0.536	0.678
投资	0	0	0	0	0	0	每股净资产	1.749	2.107	4.827	5.297	6.236	7.253
其他	0	0	-378	0	0	0	每股经营现金净流	0.442	0.592	0.644	0.574	0.770	1.104
投资活动现金净流	-35	-47	-532	-185	-210	-150	每股股利	0.000	0.000	0.180	0.000	0.000	0.000
股权募资	38	0	604	-28	28	0	回报率						
债权募资	54	-70	-110	38	24	-79	净资产收益率	29.25%	26.48%	10.04%	11.42%	12.89%	14.01%
其他	-35	-45	-31	-3	-5	-3	总资产收益率	12.85%	13.37%	8.15%	9.23%	10.16%	11.45%
筹资活动现金净流	56	-115	463	7	48	-82	投入资本收益率	17.25%	21.05%	10.73%	10.24%	11.77%	13.56%
现金净流量	91	-69	67	-58	0	0	增长率						
							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%
							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	86.1	120.0	143.9
							偿债能力						
							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
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：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：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