

喜临门 (603008.SH) 室内家具行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

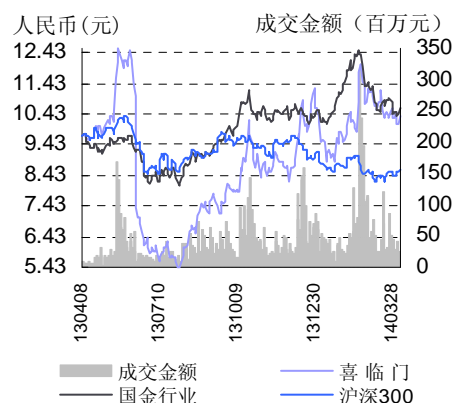
市价 (人民币): 10.38 元

改革成效有体现, 股权激励保增长

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)	198.27
总市值(百万元)	32.70
年内股价最高最低(元)	12.58/5.43
沪深 300 指数	2185.47
上证指数	2058.83



相关报告

1. 《喜临门与美乐乐合作点评》, 2013.12.24
2. 《营收 & 利润双升, 向好趋势明显》, 2013.10.18
3. 《订单超预期, 改善逻辑逐步得到验证》, 2013.9.2

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

公司基本情况 (人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.484	0.382	0.507	0.686	0.854
每股净资产(元)	4.83	3.48	3.87	4.55	5.41
每股经营性现金流(元)	0.64	0.31	0.69	0.75	0.98
市盈率(倍)	21.20	27.93	20.46	15.13	12.16
行业优化市盈率(倍)	33.31	34.49	36.44	36.44	36.44
净利润增长率(%)	15.78%	18.16%	32.92%	35.22%	24.46%
净资产收益率(%)	10.04%	10.97%	13.12%	15.07%	15.79%
总股本(百万股)	210.00	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 13 年报: 营业收入 10.22 亿元, 增长 13.9%; 营业利润 1.47 亿元, 增长 29.6%; 归属上市公司股东净利润 1.2 亿元, 增长 18.2%, 扣非后增长 21.4%, EPS 0.38 元, 10 派 1.3 元 (含税)。

经营分析

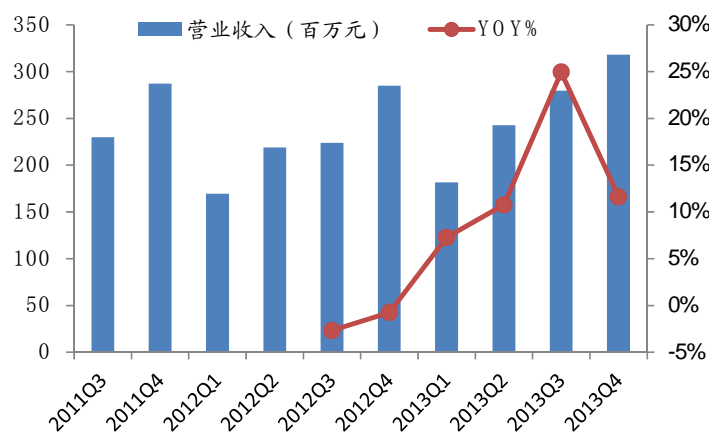
- **改革年, 成效有所体现:** 13 年是公司改革年, 内部推行事业部制度, 同时由制造向品牌消费转型, 从效果来看还是比较明显的, 无论是品牌知名度的提升、多渠道建设、还是门店形象的改造和产品线的升级以及梯队建设都有进展及改善, 从业绩来说也有所体现, 但还不是很明显。公司 13 年营业收入增长 13.9%; 净利润增长 18.2%, EPS 0.38 元 (我们预测 0.41 元, 低 7 个百分点)。其中四季度收入增长 11.6%; 净利润增长 8%, 四季度增速下滑既有基数及产能限制原因, 也有公司高层变动带来的负面影响 (主要是经销商门店收入下滑)。分业务看, 13 年酒店家具收入 1.3 亿元, 增长 29.6%; 民用家具 8.86 亿元, 增长 11.4%, 其中 OEM 依靠宜得利的拉动仍保持稳健增长, 自有品牌业务的酒店床垫及电商销售大幅增长, 但核心经销商门店这块仍相对平淡。
- **产品结构升级, 盈利能力改善:** 公司 13 年加速产品线的升级换代, 向市场推出 21 款新产品床垫和软床产品, 并聘请意大利知名设计师柯爱华 (Erna Corbetta) 担任喜临门设计师。无论是产品价格还是单品毛利率都要高于原先老产品, 从而拉动公司盈利能力的提升。13 年公司综合毛利率上升 1.2 个百分点, 至 37%, 其中 13Q4 达 41.3% (开工率 & 新产品综合拉动), 上升 2.7 个百分点。分产品看, 床垫、软床及配套产品、酒店家具毛利率分别提高 0.9、2.94、3.68 个百分点。但由于费用支出的上升, 公司净利率仅上升 0.4 个百分点, 至 11.8%。13 年公司期间费用率上升 1.3 个百分点, 其中销售费用率、管理费用率分别上升 1.2、0.8 个百分点, 主要是营销费用及折旧摊销增加所致。
- **募投项目部分投产, 解除后顾之忧:** 13 年总产能预计 135 万张, 随着香河基地 11 月份投产, 新增 35-40 万张, 总产能达到 170 万张左右, 河北基地客户包括宜家、宜得利、酒店床具等。此外, 公司计划将本部工厂三楼改造成床垫车间, 将原酒店家具业务搬迁, 重新新租赁厂房, 此举也将释放一定产能空间。总的来说, 14 年产能将不是问题, 解除公司发展的后顾之忧。

- **人事变动不改变方向，激励保业绩增速：**公司启动事业部改革及销售总监余雷所带来的新思路、新方式是我们当初看好公司的主要原因，虽然近期人事发生了变动（余雷离开，新聘了陈建担任新任营销总监），但公司改革的方向与决心没变。公司先后公告与迪斯尼、艾影、以及美乐乐的合作，沿着既定的“一个核心，一体两翼，双轮驱动，多渠道拓展”的业务发展战略前进，对于公司的变革我们仍将保持密切跟踪。而近期公司也推出包含核心高管及加盟商的股权激励，行权条件：2014 年对比 2013 年收入增长 35%，利润增长 30%；2015 年对比 2014 年收入增长 30%，利润增长 32%，同时保证所有增持人员的总年化收益率不低于 15%，目前股价已低于公司承诺，拥有较高安全边际。

盈利预测及投资建议

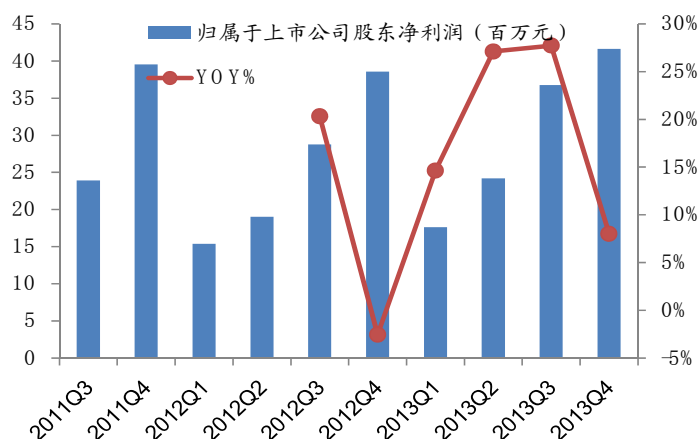
- 预计 2014-2016 年实现营业收入 13.82 亿元、17.99 亿元、21.89 亿元；归属于上市公司股东净利润分别为 1.6 亿元、2.16 亿元、2.69 亿元，分别增长 32.9%、35.2%、24.5%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.51 元、0.69 元、0.85 元，维持买入评级。

图表1：公司营业收入（百万元）

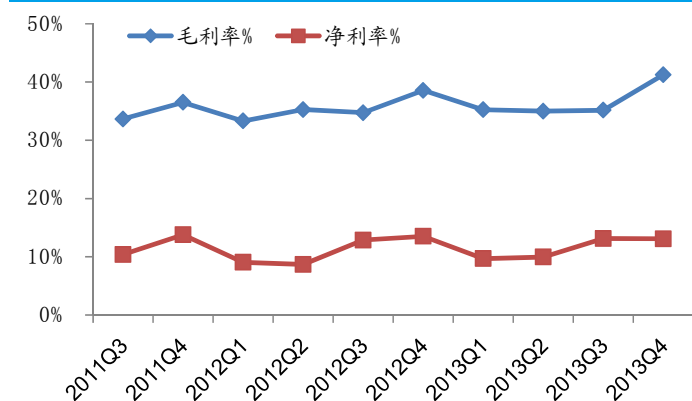


来源：国金证券研究所

图表2：公司净利润（百万元）

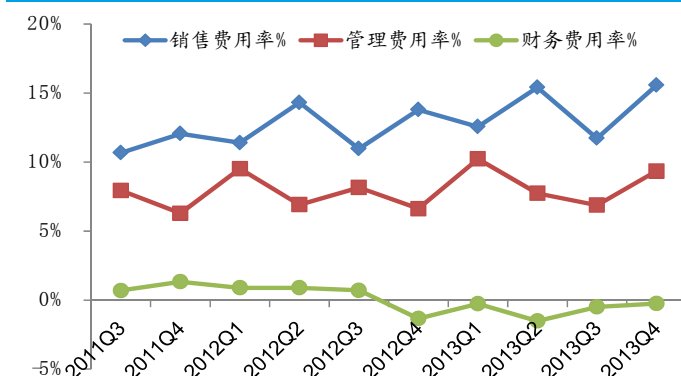


图表3：公司盈利能力趋于上升



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）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	838	897	1,022	1,382	1,799	2,189
增长率		7.0%	13.9%	35.2%	30.2%	21.7%
主营业务成本	-544	-576	-644	-864	-1,119	-1,356
%销售收入	64.9%	64.2%	63.0%	62.5%	62.2%	62.0%
毛利	295	321	378	518	680	833
%销售收入	35.1%	35.8%	37.0%	37.5%	37.8%	38.0%
营业税金及附加	-6	-8	-8	-10	-13	-16
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-101	-115	-143	-198	-257	-313
%销售收入	12.1%	12.8%	13.9%	14.3%	14.3%	14.3%
管理费用	-69	-68	-86	-117	-153	-186
%销售收入	8.2%	7.6%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润（EBIT）	118	131	142	193	256	317
%销售收入	14.1%	14.6%	13.9%	13.9%	14.3%	14.5%
财务费用	-11	-1	6	1	5	9
%销售收入	1.3%	0.1%	-0.6%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-4	-14	-7	0	0	0
公允价值变动收益	1	-2	3	0	0	0
投资收益	0	0	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	105	114	147	194	262	326
营业利润率	12.5%	12.7%	14.4%	14.0%	14.6%	14.9%
营业外收支	2	6	-2	0	0	0
税前利润	107	120	145	194	262	326
利润率	12.7%	13.4%	14.2%	14.0%	14.6%	14.9%
所得税	-19	-18	-25	-34	-46	-57
所得税率	17.8%	15.1%	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	88	102	120	160	216	269
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	88	102	120	160	216	269
净利率	10.5%	11.3%	11.8%	11.6%	12.0%	12.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	88	102	120	160	216	269
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	40	39	51	81	99
非经营收益	18	1	-14	11	1	0
营运资金变动	-41	-7	-47	-6	-62	-58
经营活动现金净流	93	135	99	217	235	310
资本开支	-48	-154	-443	-73	-170	-100
投资	0	0	-1	0	0	0
其他	0	-378	223	0	0	0
投资活动现金净流	-47	-532	-221	-73	-170	-100
股权募资	0	604	1	-38	0	0
债权募资	-70	-110	103	-101	-23	1
其他	-45	-31	-39	-5	-1	0
筹资活动现金净流	-115	463	66	-144	-24	1
现金净流量	-69	67	-57	-1	42	211

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	109	558	281	280	322	532
应收款项	176	223	310	330	430	524
存货	137	115	139	166	215	260
其他流动资产	26	16	39	28	36	43
流动资产	448	912	768	804	1,002	1,359
%总资产	68.1%	73.4%	50.9%	51.5%	54.2%	61.6%
长期投资	0	0	1	1	1	1
固定资产	157	281	598	658	757	767
%总资产	23.8%	22.7%	39.6%	42.2%	41.0%	34.8%
无形资产	48	41	127	95	85	77
非流动资产	210	330	741	756	845	846
%总资产	31.9%	26.6%	49.1%	48.5%	45.8%	38.4%
资产总计	657	1,241	1,509	1,560	1,848	2,205
短期借款	130	20	123	23	0	0
应付款项	185	188	254	280	363	441
其他流动负债	10	26	34	38	49	60
流动负债	325	235	411	341	413	501
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	1	0	0	0
负债	325	235	412	341	413	502
普通股股东权益	332	1,014	1,096	1,218	1,434	1,703
少数股东权益	0	0	1	1	1	1
负债股东权益合计	657	1,248	1,509	1,560	1,848	2,205

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.558	0.484	0.382	0.507	0.686	0.854
每股净资产	2.107	4.827	3.480	3.866	4.552	5.406
每股经营现金净流	0.592	0.644	0.314	0.688	0.747	0.984
每股股利	0.000	0.000	0.180	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.48%	10.04%	10.97%	13.12%	15.07%	15.79%
总资产收益率	13.37%	8.15%	7.96%	10.24%	11.69%	12.19%
投入资本收益率	21.05%	10.73%	9.61%	12.80%	14.75%	15.35%
增长率						
主营业务收入增长率	25.10%	7.02%	13.91%	35.20%	30.23%	21.67%
EBIT增长率	30.83%	10.43%	8.67%	35.73%	33.08%	23.68%
净利润增长率	9.06%	15.78%	18.16%	32.92%	35.22%	24.46%
总资产增长率	4.83%	89.92%	20.90%	3.37%	18.42%	19.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.0	75.6	80.2	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	78.1	79.7	72.0	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	92.9	100.6	103.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	66.1	68.7	79.3	127.1	133.9	111.6
偿债能力						
净负债/股东权益	5.99%	-53.05%	-14.50%	-21.24%	-22.55%	-31.31%
EBIT利息保障倍数	11.1	105.2	-22.5	-195.9	-46.9	-36.0
资产负债率	49.52%	18.79%	27.32%	21.89%	22.35%	22.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	4	15
增持	0	0	1	1	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.14	1.17	1.31

来源：朝阳永续

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。

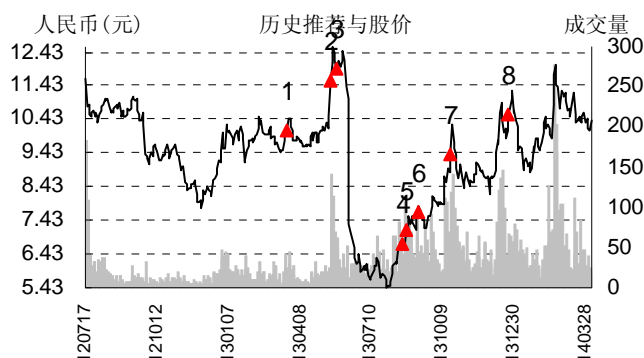
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-03-20	增持	10.10	N/A
2 2013-05-16	增持	11.58	12.00 ~ 12.00
3 2013-05-27	买入	11.93	16.00 ~ 16.00
4 2013-08-15	买入	6.74	N/A
5 2013-08-19	买入	7.13	N/A
6 2013-09-02	买入	7.67	N/A
7 2013-10-18	买入	9.38	N/A
8 2013-12-24	买入	10.55	N/A

来源：国金证券研究所



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: 0755-83831378

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