

## 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

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

## 喜临门与蝶彩资产合作点评

## 事件

喜临门公告与蝶彩资产管理有限公司在战略与资本市场领域进行合作，聘请蝶彩资产担任为公司收购与兼并顾问，协议有效期三年，费用总金额 300 万元。

## 评论

**此次合作有利于喜临门外延发展及市值提升：**蝶彩资产是国内领先的并购顾问和基金管理公司，注册资本人民币 1000 万元。公司以“先投资后并购”模式参与上市公司的资本运作，近期案例：秀强股份。此次合作，蝶彩资产将帮助喜临门对国内外产业并购和整合思路进行梳理，为喜临门提供并购方案设计、优质标的推荐及并购标的筛选。此外蝶彩资产还会向喜临门提供资本市场咨询服务，推动喜临门市值提升。

**围绕主营布局，加大行业整合：**我们预计喜临门并购方向仍以主业为主，包括横向并购、产业延伸等，即便涉足其它行业，也会考虑与现有主业的协同效应。国内床垫业格局分散，前十大企业市场占有率仅 15% 左右，而美国前四大品牌占 60% 左右市场份额，国内床垫产业整合大有可为，集中度具有较大提升空间。借助资本市场平台，及专业的并购团队，公司开启了外延发展的大门，但对并购后的整合效应仍需跟踪。

**长期发展前景值得关注：**床垫行业相对标准化、规模化生产的特点支持孕育大品牌、大公司，这也从海外市场得到验证。自 13 年公司启动事业部改革、由制造向品牌消费转型战略，虽然期间有波折，但也说明公司的努力。随着新开拓的智能床垫&儿童家居逐步投放市场，可逐步带来新的增量。而通过此次合作，公司将以内生+外延双轮驱动模式，加速产业整合，公司有望迈上快速发展期。

**公司动力强，对股价乐观看待：**公司年初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%。若公司业绩目标达成，收益率低于 15%，实际控制人将以现金方式补偿；若业绩未达成，则实际控制人承诺 5% 的投资本金收益率。而前三季度公司收入、净利润分别增长 31.8%、10%，未能达到公司目标，因此公司动力较强，对股价可积极看待。

## 盈利预测及投资建议

我们维持公司业绩预测，预计 14-16 年归属于上市公司股东净利润分别为 1.4 亿元、1.9 亿元、2.37 亿元，分别增长 16.4%、35.8%、24.5%；实现全面摊薄 EPS 0.44/0.6/0.75 元，基于公司动力强，积极开展外延并购，建议“增持”。

## 风险提示

- 地产销售下滑；终端拓展不力；新品牌&新业务费用投入大，但进展低于预期

图表1：三张表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>838</b>	<b>897</b>	<b>1,022</b>	<b>1,382</b>	<b>1,799</b>	<b>2,189</b>							
增长率		7.0%	13.9%	35.2%	30.2%	21.7%							
<b>主营业务成本</b>	<b>-544</b>	<b>-576</b>	<b>-644</b>	<b>-864</b>	<b>-1,119</b>	<b>-1,356</b>							
%销售收入	64.9%	64.2%	63.0%	62.5%	62.2%	62.0%							
<b>毛利</b>	<b>295</b>	<b>321</b>	<b>378</b>	<b>518</b>	<b>680</b>	<b>833</b>							
%销售收入	35.1%	35.8%	37.0%	37.5%	37.8%	38.0%							
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>							
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%							
<b>营业费用</b>	<b>-101</b>	<b>-115</b>	<b>-143</b>	<b>-221</b>	<b>-288</b>	<b>-350</b>							
%销售收入	12.1%	12.8%	13.9%	16.0%	16.0%	16.0%							
<b>管理费用</b>	<b>-69</b>	<b>-68</b>	<b>-86</b>	<b>-117</b>	<b>-153</b>	<b>-186</b>							
%销售收入	8.2%	7.6%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%							
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>118</b>	<b>131</b>	<b>142</b>	<b>169</b>	<b>226</b>	<b>280</b>							
%销售收入	14.1%	14.6%	13.9%	12.2%	12.6%	12.8%							
<b>财务费用</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>8</b>							
%销售收入	1.3%	0.1%	-0.6%	0.0%	-0.2%	-0.3%							
<b>资产减值损失</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
%税前利润	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%							
<b>营业利润</b>	<b>105</b>	<b>114</b>	<b>147</b>	<b>170</b>	<b>230</b>	<b>287</b>							
<b>营业利润率</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.7%</b>	<b>14.4%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>13.1%</b>							
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>税前利润</b>	<b>107</b>	<b>120</b>	<b>145</b>	<b>170</b>	<b>230</b>	<b>287</b>							
<b>利润率</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>14.2%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>13.1%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-19</b>	<b>-18</b>	<b>-25</b>	<b>-30</b>	<b>-40</b>	<b>-50</b>							
<b>所得税率</b>	<b>17.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>17.4%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.5%</b>							
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>102</b>	<b>120</b>	<b>140</b>	<b>190</b>	<b>237</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</b>	<b>88</b>	<b>102</b>	<b>120</b>	<b>140</b>	<b>190</b>	<b>237</b>							
<b>净利率</b>	<b>10.5%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.8%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.8%</b>							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>102</b>	<b>120</b>	<b>140</b>	<b>190</b>	<b>237</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>28</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>81</b>	<b>99</b>							
<b>非经营收益</b>	<b>18</b>	<b>1</b>	<b>-14</b>	<b>12</b>	<b>1</b>	<b>0</b>							
<b>营运资金变动</b>	<b>-41</b>	<b>-7</b>	<b>-47</b>	<b>-6</b>	<b>-62</b>	<b>-58</b>							
<b>经营活动现金净流</b>	<b>93</b>	<b>135</b>	<b>99</b>	<b>198</b>	<b>210</b>	<b>278</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-48</b>	<b>-154</b>	<b>-443</b>	<b>-73</b>	<b>-170</b>	<b>-100</b>							
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-378</b>	<b>223</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-47</b>	<b>-532</b>	<b>-221</b>	<b>-73</b>	<b>-170</b>	<b>-100</b>							
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>604</b>	<b>1</b>	<b>-38</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>债权募资</b>	<b>-70</b>	<b>-110</b>	<b>103</b>	<b>-82</b>	<b>-43</b>	<b>1</b>							
<b>其他</b>	<b>-45</b>	<b>-31</b>	<b>-39</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-115</b>	<b>463</b>	<b>66</b>	<b>-125</b>	<b>-44</b>	<b>1</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>-69</b>	<b>67</b>	<b>-57</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>179</b>							

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	2013-09-02	买入	7.69	N/A
2	2013-10-18	买入	9.38	N/A
3	2013-12-24	买入	10.54	N/A
4	2014-04-08	买入	10.30	N/A
5	2014-04-18	买入	10.85	N/A
6	2014-06-13	买入	9.79	N/A
7	2014-08-18	买入	10.27	N/A
8	2014-10-22	增持	10.76	N/A

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net  
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

**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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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

**中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商**  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)