

15年业绩弹性凸明显，各方利益一致

核心观点：

- 大股东以资管计划增持股票，管理层利益一致：**陈阿裕与公司高管等核心员工在2014年2月募资成立资管计划以9.13元/股在二级市场增资833万股，绑定了大股东与管理层利益，为后续改革发展铺路。
- 并购绿城传媒塑造品牌，并购条款利好公司：**公司以7.2亿现金并购绿城传媒，对股本没有任何影响，10倍市盈率收购低于传媒行业均值，以塑造品牌体现并购协同效应。公司账面现金仅3.3亿元，不足以支付8个月内的二期股权对价。
- 床垫行业增速将超过20%，市场集中度提升利好龙头：**我国2012与2013年床垫产值增长率接近30%，仍处于高速发展期。在城镇化推进和消费升级推进下，预计床垫行业2015-2017年行业增速仍将在20%以上。我们预计公司发挥龙头优势增速有望持续高于行业增速，前三季度收入同比增长32%，应收账款周转率为3.26，与2013、2012三季度持平，公司收入质量良好，公司2015年产能充裕，预计收入增速能够维持在30%以上。
- 战略转型与制度变动基本完成，2015年期间费用率有望大幅降低：**公司在2013年开始从品质优先转型为制度优先，营销费用同比增长超过60%，事业部转型管理费用增长30%。预计2015年转型完毕，费用增长有所放缓，若销售费用率回到2013年底的14%，则向上业绩弹性接近20%。
- 盈利预测：**推荐评级，目标价30元。我们预计公司主业2014-2016年营业收入为13.2、17.4、22.9亿元，同比增长29.7%、31.7%、31.2%，归属于母公司净利润为1.13、1.52、2.01亿元，对应EPS分别为0.36、0.48、0.64元，考虑并购绿城后业绩承诺后EPS分别为0.36、0.70、0.93元。考虑到并购绿城传媒后涨幅为38.3%，我们给予目标价30元，给予推荐评级。

表1：主要财务指标预测：

| 财务摘要 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 897.2 | 1021.9 | 1325.7 | 1745.3 | 2290.2 |
| 收入同比增长率% | 7.0% | 13.9% | 29.50% | 31.6% | 31.20% |
| 净利润（百万元） | 101.7 | 120.2 | 113.0 | 152.4 | 200.9 |
| 净利润同比增长率% | 15.8% | 18.2% | -6.0% | 34.9% | 31.9% |
| 毛利率% | 35.8% | 37.0% | 35.9% | 35.9% | 35.8% |
| ROE% | 10.0% | 11.0% | 9.6% | 12.0% | 14.3% |
| 市盈率 | 58.8 | 49.8 | 53 | 39.3 | 29.8 |
| EPS（元） | 0.32 | 0.38 | 0.36 | 0.48 | 0.64 |

资料来源：wind、公司公告、中国银河证券研究所

喜临门（603008.SH）

推荐 首次评级

分析师

马莉 (8610) 6656 8489
 mali_yj@chinastock.com.cn
 执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539
 (yanglan@chinastock.com.cn)
 执业证书编号：S0130514050004

特此鸣谢：

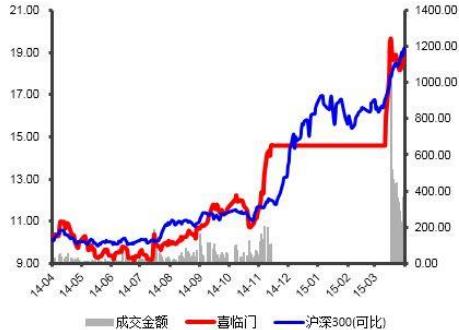
陈腾曦 (8621) 20252682
 chentengxi@chinastock.com.cn
 对本报告的编制提供信息

市场数据 2015.4.3

| | |
|-------------|--------|
| A股收盘价(元) | 20.44 |
| A股一年内最高价(元) | 9.14 |
| A股一年内最低价(元) | 19.64 |
| 上证指数 | 3863.9 |
| 市净率 | 5.2 |
| 总股本(万股) | 31500 |
| 实际流通A股(万股) | 19827 |
| 限售A股(万股) | 11673 |
| 流通A股市值(亿元) | 40.5 |

注：*价格未复权

板块价格走势图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

目 录

| | |
|--|----|
| 一、大股东以资管计划增持股票，管理层利益一致..... | 2 |
| 二、中国床垫龙头，并购绿城传媒乘行业整合东风..... | 2 |
| (一) 床垫行业增速仍将超过 20%，集中度有待提升 | 3 |
| (二) 床垫龙头：产能充裕，收入增速有望超过 30%，15 年费用压缩超预期 | 4 |
| 三、跨界并购打造品牌价值，传媒+智能制造双轮驱动 | 9 |
| 四、盈利预测与评级： | 11 |
| (一) 盈利预测：预计净利润增长超过 30%，并购绿城增厚约 46% | 11 |
| (二) 估值分析：并购协同效应强，利润占比高，估值应上行 | 12 |

一、大股东以资管计划增持股票，管理层利益一致

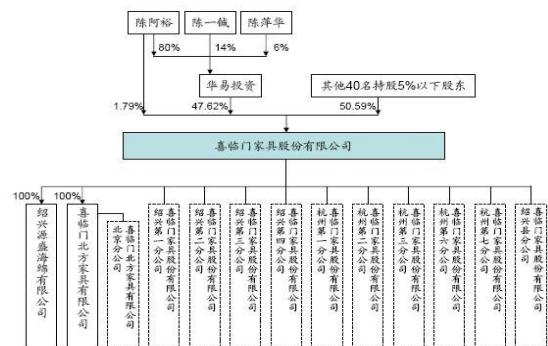
喜临门公司 1993 年由自然人陈阿裕出资设立，在 2009 年转为股份制企业，2012 年 7 月在上交所上市，公司当前总股本 3.15，总市值 59 亿元，其中流通股本 1.98 亿股，流通市值 37.2 亿元。

公司 IPO 后，陈阿裕直接持股 1.34%，通过华易投资持有公司 35.71% 股权，是公司实际控制人，其他持股超过 2% 股东包括：广州宏德、金石投资（承诺 18 个月内不转让、不由上市公司回购股份）、李伟各持有 3.57%、陈志英与张关兴各持有有 2.68%、陈冬梅、沈秋良、钱江浙商、浙商海鹏各持有 2.38%。

2014 年 2 月 20 日，实际控制人陈阿裕为实现员工与企业风险共担、利益共享，与部分公司高管、员工和加盟商通过“财通基金-新安 9 号资产管理计划”以 9.13 元每股累计增持公司股票 833.75 万股，其中未来人才预留 114.11 万股，增持资金来源为增持人将自筹资金委托实际控制人设立，实际控制人以个人担保融资按照自筹资金与融资资金 1:1.5 配资。本期计划以 2014 年 2 月 20 日为起始日，锁定期 2 年，满 2 年后，增持人员可选择一次性退出。

2014 年公司 3 季报持仓显示，前十大股东中，机构持股占比为 20.95%。

图 1：喜临门 IPO 前公司股权结构



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 2：2014 年 9 月公司前十大股东持股情况

| 排名 | 股东名称 | 持股数量(股) | 占总股本比例(%) | 股本性质 |
|----|-------------------------------------|---------|-----------|----------|
| 1 | 绍兴华易投资有限公司 | 11250 | 35.71% | 限售流通 A 股 |
| 2 | 中国工商银行-建信优化配置混合型证券投资基金 | 1177 | 3.74% | A 股流通股 |
| 3 | 全国社保基金四零四组合 | 1059 | 3.37% | A 股流通股 |
| 4 | 上海浦东发展银行-长信金利趋势股票型证券投资基金 | 1053 | 3.35% | A 股流通股 |
| 5 | 财通基金-光大银行-财通基金-新安 9 号资产管理计划 | 833 | 2.65% | A 股流通股 |
| 6 | 中国农业银行股份有限公司-鹏华动力增长混合型证券投资基金(LOF) | 719 | 2.29% | A 股流通股 |
| 7 | 中国建设银行股份有限公司-光大保德信动态优选灵活配置混合型证券投资基金 | 662 | 2.10% | A 股流通股 |
| 8 | 中国银行股份有限公司-嘉实研究精选股票型证券投资基金 | 658 | 2.09% | A 股流通股 |
| 9 | 科威特政府投资局-自有资金 | 429 | 1.36% | A 股流通股 |
| 10 | 陈阿裕 | 422 | 1.34% | 限售流通 A 股 |
| | 合 计 | 18268 | 58.00% | |

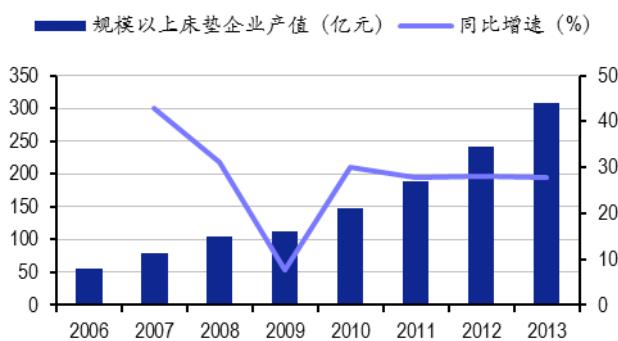
资料来源：WIND，中国银河证券研究部

二、中国床垫龙头，并购绿城传媒乘行业整合东风

(一) 床垫行业增速仍将超过20%，集中度有待提升

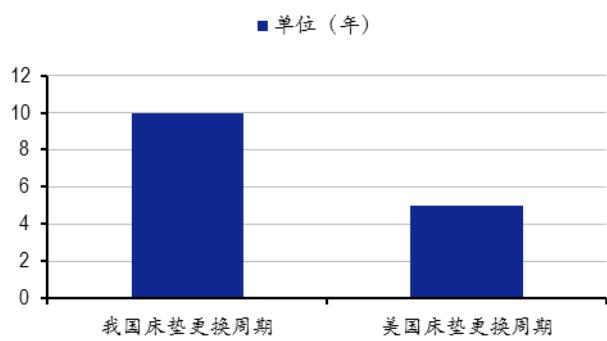
床垫行业作为家具行业的重要分支，已经成长为现代产业，2012年，国际床垫产业产值约为400亿美元，其中主要产国是美国（63亿美元）、中国（60亿美元）、加拿大、德国、意大利、英国、法国、巴西和日本。相比于欧美国家87%以上的床垫使用率，中国的消费者床垫使用比例据统计仅有55%左右，中国床垫产业起步于80年代初，发展较晚，但是在13亿人口的驱动下始终维持高速增长，2002-2011年床垫年消费增长率为24%，远高出世界平均9%的增长速度，并且中国床垫的更换频率比国际低50%，2012年中国年床垫需求量达到4300万张以上，2013年规模以上床垫企业产值增长率仍接近30%。

图 3：中国床垫产业产值



资料来源：中国家具协会，中国银河证券研究部

图 4：我国与国际床垫更换周期

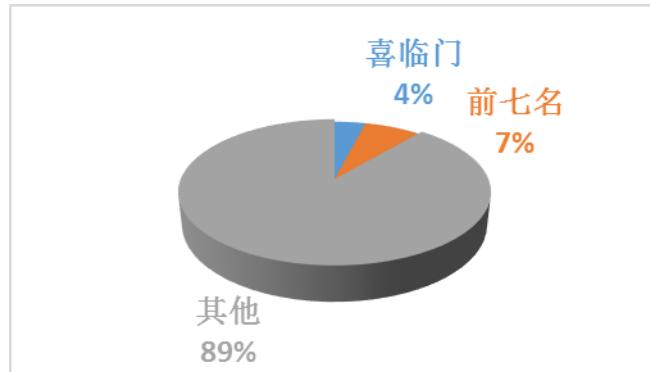


资料来源：中国家具协会，中国银河证券研究部

我们认为城镇化的逐步推进，居民收入水平的提高与健康意识的觉醒将促进床垫行业增速维持在较高水平：城镇化推进将逐步提升床垫在中国的渗透率，我国与国际床垫使用率尚有30个百分点的差距，提升空间巨大；随着居民收入倍增计划的实施和实现，消费者有望提速更新床垫，床垫损坏才更换有望成为历史；在收入增加背景下，消费者需求层次将有所提升，睡眠健康意识觉醒，对床垫附加值提出高要求，由于床垫属于体积大，消费频次低的商品，消费者购买时更注重产品体验，对价格敏感度更低。生产商可抬升创新型床垫价格，在床垫换代中实现价格提升。预计未来2015-2017年行业产值复合增长率仍将维持在20%以上。

我国床垫市场格局仍然较为分散，2012年前十大生产商市场份额为11.16%，公司作为行业龙头企业市占率仅为3.98%：

图 5：我国床垫产业市场格局

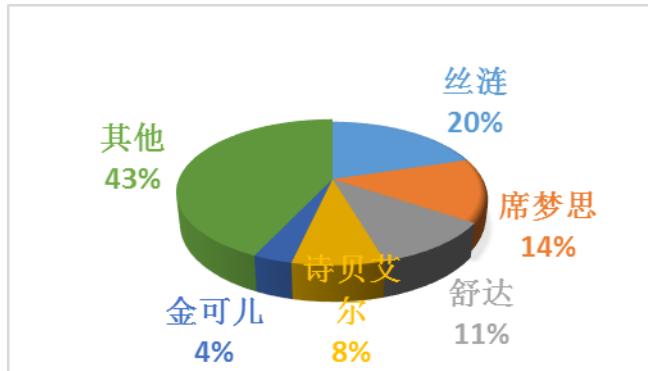


资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

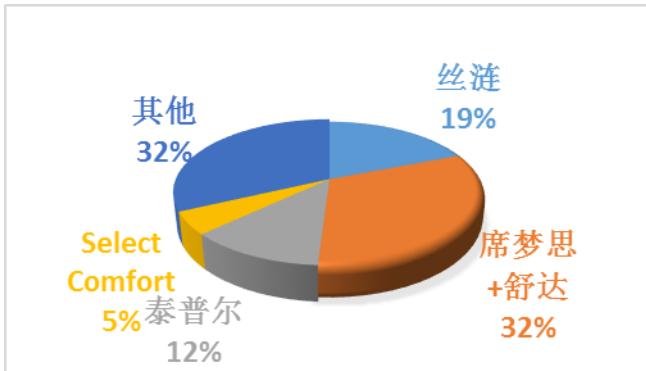
横向比较，我国床垫行业市场集中度远低于国外床垫行业，也低于国内的定制家具行业。从纵向看，家具子行业的市场份额集中是大势所趋：1990年美国床垫市场前四大合计市场份额为45%，在2010年前四大市场份额已经增加至68%，2009年定制衣柜市场前四大的市场份额合计为11.5%，2013年前四大市场份额已经接近20%。从长周期角度看，市场份额集中度的提升是大势所趋。

图 6：1990 年美国床垫格局（前四大 45%）



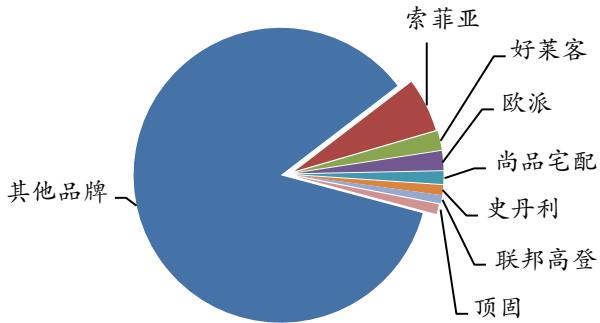
资料来源：ISPA，中国银河证券研究部

图 7：2011 年美国床垫格局（前四大：68%）



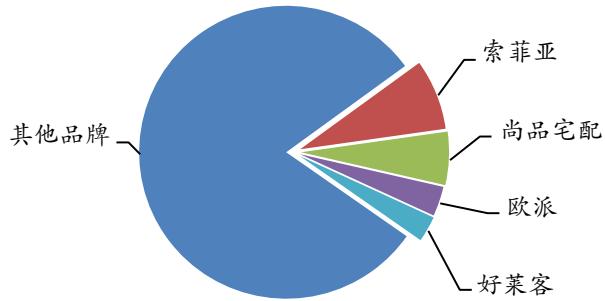
资料来源：ISPA，中国银河证券研究部

图 8：2009 年定制家具市场格局（前四大 11.5%）



资料来源：《中国人造板》，中国银河证券研究部

图 9：2013 年定制家具市场格局（前四大：20.5%）



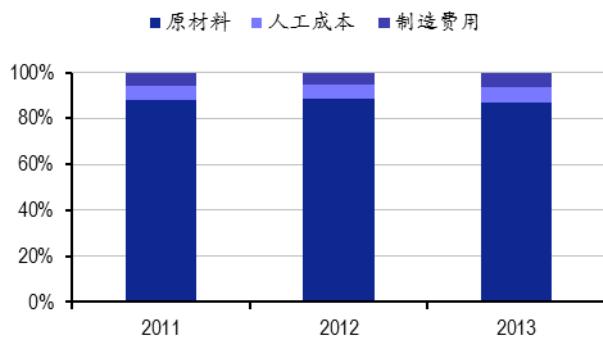
资料来源：《中国人造板》，中国银河证券研究部

公司线下护城河深厚，应当补充线上宣传短板。互联网时代下，产品体验背书的知名品牌是最深厚的护城河，新进入者和中小厂商难以短期内完成品牌美誉度背后线下客户、渠道、设计能力等积累。公司从2014年开始执行从品质优先转向品牌优先战略，提出床垫行业在度过产品竞争阶段后，进入了营销时代，适应顾客定位和系统化营销成为行业发展的重点。新战略下线上营销成为重点，助力公司在行业集中度提升中完成加速跑。

（二）床垫龙头：产能充裕，收入增速有望超过 30%，15 年费用压缩超预期

公司主营业务为床垫、软床及其他家具产品的设计研发、生产和销售，床垫于1881年最早起源于美国，后经发展后主要分为三种品类弹簧床垫、空气床垫与记忆海绵床垫，其中弹簧床垫仍为最主流床垫，一张弹簧床垫主要由三大部分原材料组成：床网（弹簧）、填充物与面料，原材料成本是床垫制造最重要的成本，占营业收入比重接近90%。

图 10：喜临门床垫成本结构



资料来源:公司年报、中国银河证券研究部

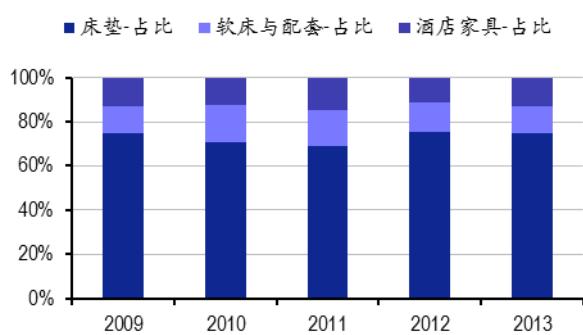
公司旗下有“喜临门”、“法诗曼”和“SLEEMON”三大品牌。公司主营业务包括民用家具业务和酒店家具业务两大类。民用家具业务主要是销售以床垫、软床为主的中高档卧室家具，酒店家具业务主要是向星级酒店或大型公建项目提供室内家具及装修配套的木制品。其中，床垫是公司的核心产品，床垫业务收入占总收入比重持续超过70%，由于床垫业务毛利率（2013:40.2%）比酒店家具（2013:25.9%）高出14.3个百分点，因此营业利润占比在2012-2013年接近80%。

图 11：喜临门床垫



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

图 13：公司 2009-2013 收入结构



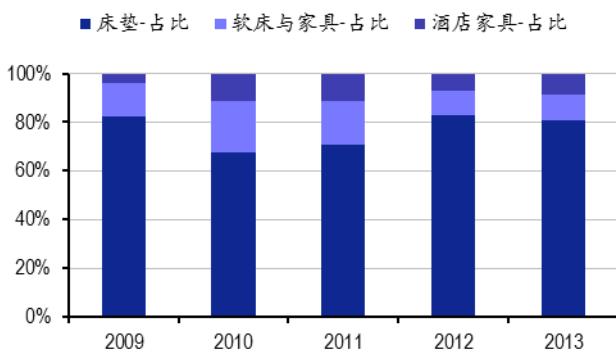
资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 12：喜临门床垫理念



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

图 14：公司 2009-2013 营业利润结构



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

1 预计公司2015年营业收入增速超过30%，高于预计的行业增速（20%-25%）

公司从2009到2013年的稳步增长，4年收入复合增长率为14.2%，2014年3季度营业收入同

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

比增加32%，我们预计2014年营业增速同比增速为29.7%，公司2012年2014年营收公司2012到2014年营业收入增速逐年提高，收入增速在2014年将首次超过床垫行业增速，预示着行业整合大潮大幕初起。

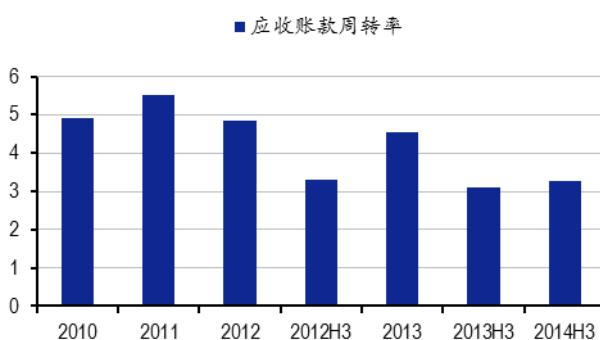
图 15：公司 2009-2013 年营业收入与增速



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

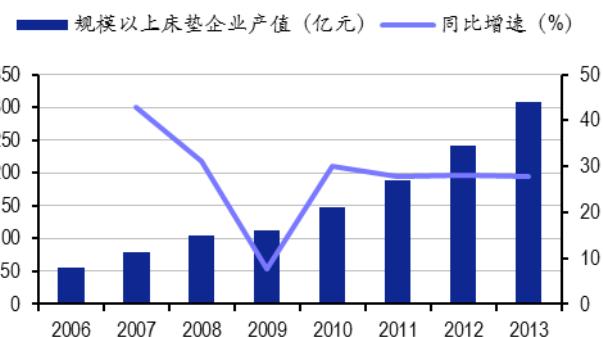
公司收入质量较为较好：2014年3季度应收账款周转率基本与2013和2012年2季度应收账款周转率持平，收入高增长并非由公司改变销售政策所致。

图 17：喜临门应收账款周转率



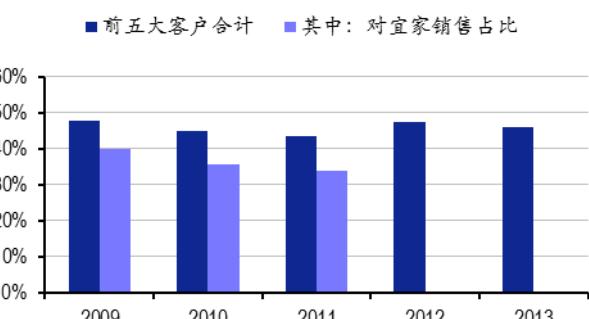
资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 16：中国床垫企业产值



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

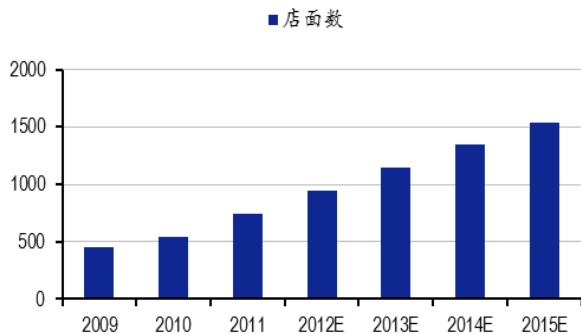
图 18：喜临门前五大客户合计



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

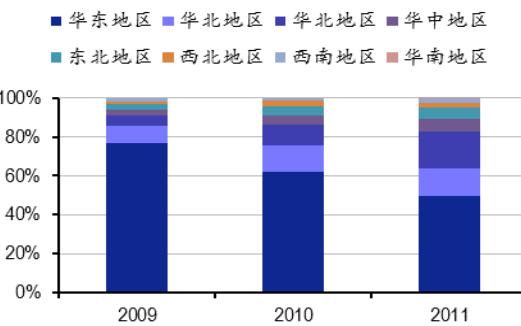
预计公司对于宜家的依赖度逐步降低，未来成长更依赖于自有店面扩张，提速中枢有望加快：公司前五大客户集中度之和稳定在40%-50%，从2009-2011年来看，宜家是公司最主要的客户，但随着公司销售地域的拓展，传统的华北地区等发达地域店面数量逐步降低，公司在2011年计划每年开设200家新店面，我们预计公司未来增速更多取决于自有店面扩张速度与坪效，而居民城镇化与消费水平的提升有望加速公司全国布局。

图 19: 公司前五大客户集中度



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图 20: 公司收入结构(按地区)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

我们预测公司产能较为充裕。公司产能主要来源于绍兴与香河两大生产基地，绍床基地是公司的本部基地，床垫产能为100万张，香河基地是公司IPO时的主要募投项目（北方家具生产线项目），设计产能为70万张床垫，据2013年年报该项目仍处于在建工程状态，产能仍未充分释放，预计公司2015年最大设计产能为170万张床垫，实际最大负荷产能可能比设计最大产能多10%-20%，即约200万张。公司招股说明书披露2011年床垫销量为99.69万套，假设床垫平均每年价格增幅为5%，根据收入增速测算，公司2013年床垫销量约为110-120万套，按照收入增速30%，销量增速25%测算，公司所需产能接近190万套，公司目前产能满足生产需求，且产能利用率有望维持高位。

图 21: 喜临门 IPO 募集资金投向 (单位: 万元)

| 募集资金投向项目 | 拟投入募集资金金额 |
|----------------|-----------|
| 北方家具生产线建设项目 | 27565.1 |
| 软床及配套产品生产线建设项目 | 14640.7 |
| 信息化系统升级改造项目 | 4194.2 |
| 合计 | 46400 |

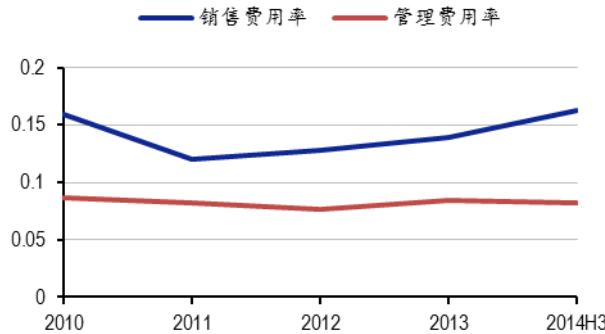
资料来源:招股说明书、中国银河证券研究部

综上，由于床垫市场仍处于中高速增长（超过20%），公司作为龙头将通过新设店面的方式整合市场，增速高于行业平均水平，且产能保障充足。因此我们预计公司2015年营业收入增速将超过行业平均增长率（20%-25%），达到30%，

2 预计公司2015年期间费用率下降超预期，业绩弹性将开始显现

公司上市后开展了两项重大改革：部门制改为事业部制，品质优先走向品牌优先，导致管理费用和销售费用大幅增长，2014年前三季度收入同比增长32%，但净利润同比仅增长9.3%，管理费用同比增长34.5%，销售费用同比增长63.4%是主要原因，我们预计公司2015年费用增长率开始放缓，业绩弹性开始显现。

图 22：喜临门销售费用率与管理费用率



资料来源:公司年报、中国银河证券研究部

事业部改制始于2012年，2013年加速推进，2014年基本完成。2013年改革措施为把生产、经营等部门由成本中心改成为利润中心，使部门工作目标与公司经营目标相一致，除了宜家事业部的收入由于基数大增长稳定以外，其他两个新成立事业部均实现了25%以上的快速增长，其中酒店家具公司一举扭转了上年的收入下滑趋势。事业部改造成截止2014年3季度管理费用同比上升34%，超过32%的营业收入增长。从2013年细项分析，技术开发费与职工薪酬是管理费用主体，各部门在转型利润中心过程中，必然要加强对技术开发的投入以控制成本，利润中心人均成本要高于成本中心，事业部制改革确实提高薪酬水平。而事业部制构建完成后，这两项投入增速将有所放缓，而营业收入预测增速在30%以上，管理费用预计将有所回落。

图 23：喜临门 2013 年管理费用明细

| 项目 | 本期发生额 | 上期发生额 | 同比增长 |
|--------|--------|--------|--------|
| 技术开发费 | 3360.8 | 2780.9 | 20.9% |
| 职工薪酬 | 2835.1 | 2265.8 | 25.1% |
| 折旧摊销费用 | 398.3 | 250.3 | 59.1% |
| 税金 | 255.0 | 269.1 | -5.2% |
| 咨询、审计费 | 261.0 | 96.2 | 171.3% |
| 业务招待费 | 344.5 | 361.5 | -4.7% |
| 差旅费 | 202.7 | 184.8 | 9.7% |
| 车辆费 | 147.1 | 114.7 | 28.2% |
| 办公费 | 165.9 | 90.2 | 83.9% |
| 维修费 | 32.9 | 86.5 | -61.9% |
| 其他 | 629.1 | 341.9 | 84.0% |
| 合计 | 8632.5 | 6841.9 | 26.2% |

资料来源:公司年报、中国银河证券研究部

品质优先转型品牌优先始于2013年，基本在2014年底完成。公司在前期精益化生产确保产品品质后，开始通过增加宣传渠道和力度打造品牌形象，因此销售费用大幅提升，2014年前3季度同比增长64%。从细项来看，广告及业务宣传费与职工薪酬是销售费用增量的主要来源，2013年广告及业务宣传费与销售人员职工薪酬同比增长44.5%和66.7%。我们认为在销售费用在经历两年高速增长后，随着转型完毕大幅放缓是大概率事件。

图 24: 2013 年销售费用明细

| 项目 | 2013年(万元) | 2012年(万元) | 同比增长 |
|----------|-----------|-----------|-------|
| 销售渠道费用 | 2131.6 | 2213.2 | -3.7% |
| 广告及业务宣传费 | 3346.1 | 2304.9 | 45.2% |
| 运费及商检费 | 3286.8 | 3077.8 | 6.8% |
| 职工薪酬 | 2581.5 | 1514.3 | 70.5% |
| 办公费 | 823.2 | 525.0 | 56.8% |
| 业务招待费 | 262.0 | 252.2 | 3.9% |
| 折旧费 | 189.5 | 188.6 | 0.4% |
| 展览费 | 453.0 | 276.1 | 64.1% |
| 电子商务费 | 375.8 | 261.0 | 44.0% |
| 其他 | 804.3 | 840.8 | -4.3% |
| 合计 | 14253.7 | 11453.8 | 24.4% |

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

我们预计随着管理费用与销售费用增速放缓，销售费用率与管理费用率有望向均值回归，以销售费用为例测算业绩对费用率压缩的弹性，以2014年预测净利润为基础，费用率降低到2013年水平，业绩向上增长19%，预计业绩弹性将在2015年显现。

图 25: EPS 对费用率弹性测算

| | 2014年3季度 | 中间情景 | 2013年管理费用率 | 超预期情景 |
|----------|----------|--------|------------|--------|
| 销售费用率 | 16.30% | 15.30% | 14.30% | 13.30% |
| 2014年EPS | 0.36 | 0.39 | 0.43 | 0.46 |
| 利润弹性 | 0% | 8.3% | 19.4% | 27.8% |

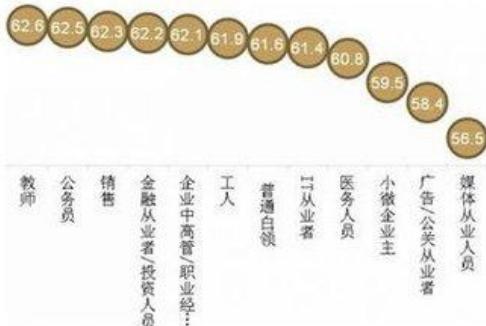
资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

三、跨界并购打造品牌价值，传媒+智能制造双轮驱动

公司未来发展战略分为两部分：通过智能化实现制造升级，并购吸纳传媒业务实现床垫品牌化宣传。

智能制造方面：公司以消费者“睡眠健康”与“智能感知”需求为出发点，不断研发创新产品探寻新的商业模式，提高市场美誉度与产品吸引力。睡眠健康方面，公司在2012年就将“科学睡眠引导者”为诉求主题，开展“喜临门·中国睡眠指数”调查，在2013年以品质领先向品牌领先转变，在2013年3月19日发布“喜临门中国睡眠指数”白皮书，并同期推出“净眠”等具有“科学睡眠”基因的系列产品；在智能感知方面，公司在2014年6月与深圳和而泰签署《智能家居战略合作框架协议》，双方拟共同规划、研究、开发、生产系列化科学睡眠与智能卧室产品，后者为公司以项目形式提供测试服务，协议有效期为2014年6月到2016年6月。公司于2014年11月与蝶彩资产管理公司签署《战略合作与并购顾问协议》，依托蝶彩资产在公司战略规划与资本市场领域合作，对公司实施国内外产业并购和整合。

图 26: 喜临门睡眠指数



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

图 27: 喜临门智能床垫睡眠系统



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

床垫品牌化方面，公司在2015年3月份宣布以7.2亿元现金收购绿城传媒100%股份，迈出从品质领先向品牌领先转变的实质性战略决策，从单纯制造业迈向制造业+传媒服务业双轮驱动，在线下地推稳健推进基础上通过传媒线上宣传提升产品美誉度，帮助公司在集中度提升浪潮中加速夺取市场份额，我们认为该协同效应将在未来2-3年以公司市场占有率先超预期提升形式体现。我们分析本次并购交易方案有以下亮点：

(1) 收购价格：7.2亿元现金收购不摊薄股本，10倍动态市盈率收购保护投资者权益：公司拟以7.2亿元现金收购浙江绿城传媒100%股权，不会影响公司的资本结构，也不会摊薄现有股东的收益；根据绿城传媒2015年承诺净利润6850万元推算收购价对应的动态市盈率为10倍，显著低于同行业上市公司水平，保护投资者权益。

(2) 支付方案：延续三年支付兜底承诺利润，绿城高管强制增持公司股票确保利益一致：绿城传媒承诺2015-2017年净利润不低于6850万、9200万、12000万，喜临门应于交割日生效起20个工作日内，累计支付40%股权价款，在8个月内支付标的股权价款中的30%，剩余30%股权转让价款在利润承诺期间分三次支付，若绿城传媒当期实际利润低于承诺利润，公司有权从股权价款中做相应扣除；绿城传媒控制人周伟成、兰江承诺在8个月内将所得30%股权价款全部用于从二级市场增持喜临门股票，并自愿锁定至利润补偿义务履行完毕之后（2017年）方可解锁，彰显双方对于未来发展的信心，也进一步捆绑绿城传媒管理层与喜临门股东利益。

(3) 公司账面3亿现金不足以支付7亿对价，存在潜在融资需求：截止2014年3季报，公司货币资金为3.3亿元，足以支付首笔40%股权，但8个月内尚需2-3亿现金支付二期对价，2016年初需要1-2亿现金支付对价，存在潜在融资需求。

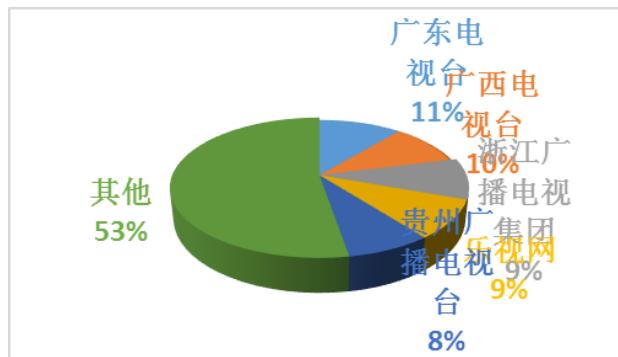
浙江绿城文化传媒有限公司成立于2005年6月，是由浙江绿城控股集团控股的以制作经营广播电视节目为主的专业公司，经营范围涵盖电影电视剧、电视节目制作以及广告代理等相关业务。公司下游客户优质，所播出的《眼中钉》、《喋血孤岛》等多部电影均有获奖，得到好评。

图 28: 绿城传媒获奖电视剧一览

| 序号 | 获奖对象 | 所获荣誉 | 颁奖单位 |
|----|-----------|------------------------------|-------------|
| 1 | 绿城传媒 | 2012年“金南方”优秀电视剧出品公司奖 | 南方电视台 |
| 2 | 绿城传媒 | 2013年“金南方”优秀电视剧出品公司奖 | 南方电视台 |
| 3 | 电视剧《眼中钉》 | 2008年度新闻综合频道电视剧收视排行第五名 | 上海SMG影视剧中心 |
| 4 | 电视剧《眼中钉》 | 2009年度北京电视台最佳收视贡献奖 | 北京电视台 |
| 5 | 电视剧《喋血孤岛》 | 2013年国剧地标收视排行榜第九名 | 河南电视台都市频道 |
| 6 | 电视剧《喋血孤岛》 | 2013年中国电视剧上海排行榜国产电视剧收视榜收视贡献奖 | 上海SMG影视剧中心 |
| 7 | 电视剧《喋血孤岛》 | 2013年度收视贡献奖:长沙市场收视第八名 | 湖南广播电视台经视频道 |

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图 29: 绿城传媒收入结构



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

四、盈利预测与评级:

(一) 盈利预测: 预计净利润增长超过 30%, 并购绿城增厚约 46%

我们基于以下四点看好公司未来的盈利弹性:

- (1) 床垫行业2015-2017年整体增速维持在20%以上,
- (2) 公司在市场集中度提升浪潮下的加速扩张提升市占率(目前仅3.98%)
- (3) 经历品质有效转向品牌优先导致的营销费用大幅上升,事业部制改革导致的管理费用上升,公司2015-2017年管理费用率与销售费率呈现下降趋势。
- (4) 绿城传媒盈利性较强,大幅增厚公司业绩,并通过线上宣传加速公司市占率提升

基于以上假设,我们预计公司主业2014-2016年营业收入为13.2、17.4、22.9亿元,同比增长29.7%、31.7%、31.2%,归属于母公司净利润为1.13、1.52、2.01亿元,对应EPS分别为0.36、0.48、0.64元,同比增长-6.0%、34.9%、31.9%,考虑到并购绿城2015-2017年的业绩承诺,则调整后EPS分别为0.36、0.70、0.93元。详细项目预测分拆如下:

表 1: 营业收入分项预测

| 营业收入 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 民用家具 | 5.2 | 5.9 | 7.1 | 8.0 | 8.9 | 11.5 | 15.0 | 19.2 |
| 民用家具 -YoY | | 12.5% | 21.5% | 11.5% | 11.4% | 30.3% | 29.8% | 28.2% |
| 民用家具-占比 | 86.7% | 87.7% | 85.3% | 88.8% | 87.2% | 87.6% | 86.3% | 84.4% |
| 民用家具-床垫 | 4.5 | 4.7 | 5.8 | 6.8 | 7.6 | 10.0 | 13.2 | 17.2 |
| 床垫-YoY | | 4.7% | 21.8% | 17.4% | 12.4% | 32.0% | 32.0% | 30.0% |
| 床垫-占比 | 74.9% | 70.6% | 68.8% | 75.4% | 74.7% | 76.0% | 76.2% | 75.5% |
| 民用家具-软床与配套产品 | 0.7 | 1.2 | 1.4 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.8 |

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

| | 床垫-YoY | 62.0% | 20.0% | -13.0% | 5.8% | 20.0% | 15.0% | 15.0% |
|----------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 软床与配套-占比 | | 11.8% | 17.2% | 16.5% | 13.4% | 12.5% | 11.6% | 10.1% |
| 酒店家具 | 0.8 | 0.8 | 1.2 | 1.0 | 1.3 | 1.6 | 2.4 | 3.6 |
| 床垫-YoY | | 2.5% | 50.0% | -18.7% | 30.0% | 26% | 45% | 50% |
| 酒店家具-占比 | 13.3% | 12.3% | 14.7% | 11.2% | 12.8% | 12.4% | 13.7% | 15.6% |

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

表 2: 毛利率与营业利润分拆预测

| 总毛利 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 民用家具 | 2.55 | 2.33 | 2.59 | 2.97 | 3.43 | 4.34 | 5.66 | 7.28 |
| 毛利率 | 48.8% | 39.6% | 36.4% | 37.4% | 38.7% | 37.6% | 37.8% | 37.9% |
| 占比 | 96.0% | 88.9% | 88.5% | 93.1% | 91.1% | 91.6% | 90.7% | 89.4% |
| 民用家具-床垫 | | | | | | | | |
| 垫 | 2.19 | 1.77 | 2.07 | 2.65 | 3.05 | 3.91 | 5.16 | 6.70 |
| 床垫-毛利率 | 48.5% | 37.5% | 36.0% | 39.3% | 40.2% | 39.0% | 39.0% | 39.0% |
| 床垫-占比 | 82.5% | 67.6% | 70.7% | 82.9% | 81.0% | 82.5% | 82.8% | 82.3% |
| 民用家具-软床与配套产品 | 0.36 | 0.56 | 0.52 | 0.32 | 0.38 | 0.43 | 0.43 | 0.50 |
| 软床与配套产品-毛利率 | 50.7% | 48.5% | 37.9% | 27.0% | 29.9% | 28.4% | 28.4% | 28.4% |
| 软床与家具-占比 | 13.6% | 21.3% | 17.9% | 10.1% | 10.1% | 9.1% | 8.0% | |
| 酒店家具 | 0.10 | 0.29 | 0.34 | 0.22 | 0.34 | 0.40 | 0.58 | 0.87 |
| 酒店家具-毛利率 | | 13.1% | 35.4% | 27.3% | 22.2% | 25.9% | 24.3% | 24.3% |
| 酒店家具-占比 | | | | | | | | |
| 比 | 4.0% | 11.1% | 11.5% | 6.9% | 8.9% | 8.4% | 9.3% | 10.6% |

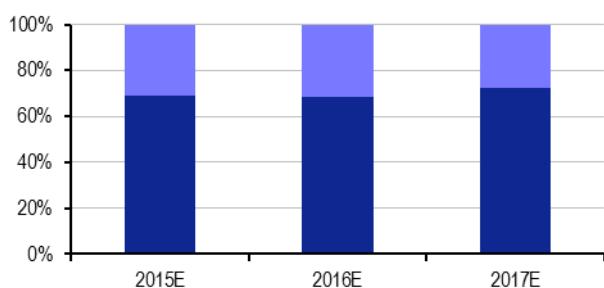
资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

(二) 估值分析: 并购协同效应强, 利润占比高, 估值应上行

此外, 如果依照我们对喜临门2015-2017年盈利预测, 绿城传媒承诺净利润完全实现, 则绿城传媒净利润占比将在未来三年占比超过30%, 公司整体估值理应由家具行业整体估值与传媒行业估值按照比例确定。

图 30: 喜临门 2015-2017 年预测净利润构成

■ 公司主业 ■ 绿城承诺净利润



资料来源:并购预案、中国银河证券研究部

考虑到并购绿城传媒后涨幅为38.3%，我们给予目标价30元，给予推荐评级。目标价比当前收盘价（20.4元）高出47.1%，首次给予推荐评级。

利润表

| (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 897.1 | 1,021.9 | 1,325.7 | 1,745.3 | 2,290.2 |
| 减: 营业成本 | 575.9 | 643.5 | 849.2 | 1,118.4 | 1,471.2 |
| 营业税费 | 7.6 | 7.6 | 9.8 | 12.9 | 16.9 |
| 销售费用 | 114.5 | 142.5 | 216.1 | 267.0 | 327.5 |
| 管理费用 | 68.4 | 86.3 | 108.7 | 143.1 | 187.8 |
| 财务费用 | 1.2 | -6.3 | 9.0 | 25.0 | 49.0 |
| 资产减值损失 | 13.9 | 7.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 加: 公允价值变动收益 | -2.0 | 2.6 | -0.7 | - | 0.3 |
| 投资和汇兑收益 | - | 3.3 | - | - | - |
| 营业利润 | 113.5 | 147.1 | 132.2 | 178.7 | 238.0 |
| 加: 营业外净收支 | 6.2 | -1.8 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 利润总额 | 119.8 | 145.3 | 135.5 | 182.0 | 241.3 |
| 减: 所得税 | 18.1 | 25.2 | 22.7 | 29.8 | 40.6 |
| 净利润 | 101.7 | 120.2 | 113.0 | 152.4 | 200.9 |

财务指标

| (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 7.0% | 13.9% | 29.7% | 31.6% | 31.2% |
| 营业利润增长率 | 8.6% | 29.6% | -10.2 | 35.2% | 33.2% |
| 净利润增长率 | 15.8% | 18.2% | -6.0% | 34.9% | 31.9% |
| EBITDA增长率 | 0.4% | 22.2% | 19.3% | 35.4% | 31.9% |
| EBIT增长率 | -0.4% | 22.7% | 0.3% | 44.3% | 40.9% |
| NOPLAT增长率 | 2.8% | 19.4% | 1.0% | 44.9% | 40.2% |
| 投资资本增长率 | 36.5% | 99.5% | 79.9% | 2.9% | 1.7% |
| 净资产增长率 | 205.5 | 8.2% | 6.8% | 8.4% | 10.4% |

资产负债表

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 557.7 | 280.5 | 363.9 | 479.1 | 628.7 |
| 交易性金融资产 | - | 2.1 | 1.2 | 1.1 | 1.4 |
| 应收帐款 | 215.0 | 280.0 | 362.2 | 483.2 | 626.2 |
| 应收票据 | 7.6 | 29.7 | 18.7 | 45.0 | 38.5 |
| 预付帐款 | 9.1 | 29.0 | 21.3 | 45.0 | 42.2 |
| 存货 | 114.8 | 139.0 | 195.9 | 245.2 | 335.1 |
| 其他流动资产 | 7.3 | 7.6 | 5.5 | 6.8 | 6.6 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | - | 1.0 | 721.0 | 721.0 | 721.0 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 168.8 | 222.1 | 470.7 | 471.8 | 423.4 |
| 在建工程 | 112.5 | 376.1 | 75.2 | 15.0 | 3.0 |
| 无形资产 | 31.0 | 105.3 | 103.1 | 101.0 | 98.8 |
| 其他非流动资产 | 24.4 | 36.9 | 21.5 | 13.8 | 13.5 |
| 资产总额 | 1,248.4 | 1,509.3 | 2,360.2 | 2,628.0 | 2,938.5 |
| 短期债务 | 20.0 | 123.5 | 836.3 | 891.2 | 937.4 |
| 应付帐款 | 173.6 | 221.0 | 299.7 | 386.2 | 516.0 |
| 应付票据 | 4.0 | 5.0 | 6.9 | 8.8 | 11.8 |
| 其他流动负债 | 37.0 | 61.5 | 45.4 | 71.1 | 70.7 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - |
| 其他非流动负债 | - | 1.3 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 负债总额 | 234.6 | 412.3 | 1,188.8 | 1,357.8 | 1,536.8 |
| 少数股东权益 | - | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.4 |
| 股本 | 210.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 |
| 留存收益 | 803.8 | 781.2 | 855.7 | 954.5 | 1,086.3 |
| 股东权益 | 1,013.8 | 1,097.0 | 1,171.4 | 1,270.1 | 1,401.7 |

利润率

| | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 35.8% | 37.0% | 35.9% | 35.9% | 35.8% |
| 营业利润率 | 12.7% | 14.4% | 10.0% | 10.2% | 10.4% |
| 净利润率 | 11.3% | 11.8% | 8.5% | 8.7% | 8.8% |
| EBITDA/营业收入 | 15.0% | 16.0% | 14.8% | 15.2% | 15.3% |
| EBIT/营业收入 | 12.8% | 13.8% | 10.6% | 11.7% | 12.5% |

运营效率

| | | | | | |
|------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 固定资产周转天数 | 64 | 69 | 94 | 97 | 70 |
| 流动营业资本周转天数 | 56 | 59 | 61 | 63 | 64 |
| 流动资产周转天数 | 273 | 296 | 236 | 235 | 235 |
| 应收帐款周转天数 | 78 | 87 | 87 | 87 | 87 |
| 存货周转天数 | 50 | 45 | 45 | 45 | 46 |
| 总资产周转天数 | 382 | 486 | 525 | 514 | 437 |
| 投资资本周转天数 | 157 | 238 | 342 | 339 | 264 |

投资回报率

| | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE | 10.0% | 11.0% | 9.6% | 12.0% | 14.3% |
| ROA | 8.1% | 8.0% | 4.8% | 5.8% | 6.8% |
| ROIC | 29.5% | 25.8% | 13.0% | 10.5% | 14.3% |

费用率

| | | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 12.8% | 13.9% | 16.3% | 15.3% | 14.3% |
| 管理费用率 | 7.6% | 8.4% | 8.2% | 8.2% | 8.2% |
| 财务费用率 | 0.1% | -0.6% | 0.7% | 1.4% | 2.1% |

三费/营业收入

| | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 20.5% | 21.8% | 25.2% | 24.9% | 24.6% |
|-------|-------|-------|-------|-------|

偿债能力

| | | | | | |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 18.8% | 27.3% | 50.4% | 51.7% | 52.3% |
| 负债权益比 | 23.1% | 37.6% | 101.5 | 106.9 | 109.6 |
| 流动比率 | 3.89 | 1.87 | 0.82 | 0.96 | 1.09 |
| 速动比率 | 3.40 | 1.53 | 0.65 | 0.78 | 0.87 |
| 利息保障倍数 | 92.39 | -22.32 | 15.69 | 8.15 | 5.86 |

分红指标

| | | | |
|--------|-------|-------|-------|
| DPS(元) | 0.12 | 0.17 | 0.22 |
| 分红比率 | 37.2% | 34.1% | 34.1% |

股息收益率

| | | | |
|-------|-------|-------|-------|
| 股息收益率 | 34.4% | 35.1% | 34.4% |
| 股息收益率 | 34.4% | 35.1% | 34.4% |

现金流量表

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 净利润 | 101.7 | 120.1 | 113.0 | 152.4 | 200.9 |
| 加: 折旧和摊销 | 25.9 | 32.0 | 54.5 | 61.2 | 62.6 |
| 资产减值准备 | 13.9 | 7.0 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | 2.0 | -2.6 | -0.7 | - | 0.3 |
| 财务费用 | 1.0 | -6.9 | 9.0 | 25.0 | 49.0 |
| 投资损失 | - | -3.3 | - | - | - |
| 少数股东损益 | - | -0.1 | -0.1 | -0.2 | -0.2 |
| 营运资金的变动 | -6.4 | -38.1 | -39.3 | -99.8 | -90.4 |
| 经营活动产生现金流 | 135.2 | 99.1 | 136.4 | 138.5 | 222.2 |
| 投资活动产生现金流 | -531.9 | -221.1 | -718.2 | 0.2 | -0.7 |
| 融资活动产生现金流 | 463.2 | 65.6 | 665.3 | -23.6 | -71.9 |

业绩和估值指标

| | | | | | |
|-----------|-------|-------|------|-------|-------|
| EPS(元) | 0.32 | 0.38 | 0.36 | 0.48 | 0.64 |
| BVPS(元) | 3.22 | 3.48 | 3.72 | 4.03 | 4.45 |
| PE(X) | 58.8 | 49.8 | 53 | 39.3 | 29.8 |
| PB(X) | 5.9 | 5.5 | 5.1 | 4.7 | 4.3 |
| P/FCF | -46.3 | -26.3 | 56.6 | 37.2 | 27.3 |
| P/S | 6.7 | 5.9 | 4.5 | 3.4 | 2.6 |
| EV/EBITDA | 11.9 | 19.3 | 32.9 | 24.1 | 18.0 |
| CAGR(%) | 14.4% | 18.7% | 8.7% | 14.4% | 18.7% |
| PEG | 4.1 | 2.7 | 6.1 | 2.7 | 1.6 |
| ROIC/WACC | 3.0 | 2.6 | 1.3 | 1.1 | 1.5 |
| REP | 1.2 | 1.3 | 3.0 | 3.6 | 2.5 |

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉、杨岚轻工制造行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无须事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

- 上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
- 深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
- 北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
- 北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
- 北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
- 公司网址：www.chinastock.com.cn

