

新品扩张费用控制得当，实业+文化持续推进

投资要点：

- **新品类扩张成新增长点，销售费用率下滑符合预期：**公司 2015 年上半年实现营业收入 6.40 亿元，同比增长 16.0%，其中二季度营业收入 3.4 亿元，同比增长 11.7%；归属于母公司净利润为 5425 万元，同比增长 9.9%，其中二季度 3161 万元，同比增长 31.8%；毛利率为 37.4%，与去年同期持平。收入结构中，软床及其配套产品发展迅速，同比增幅达到 73.4%，外销增速 19.1%，高出内销增速 6.2 个百分点；财务费用大幅增加（2014 年中期 80 万元，2015 年中期 760 万元）是净利润增速低于收入增速主要原因，剔除财务费用因素营业利润同比增长近 25%，销售费用率从 2014 年的 18.3%降低至 16.1%是主要原因，与我们年初预测转型后费用率将逐步降低释放业绩弹性相一致。
- **绿城传媒一期款项支付完成，存货周转率剔除影视剧部分维持平稳：**财务报表附注显示支付晟喜华视（原绿城传媒）2.83 亿元，同期短期借款较年初增加 3.6 亿元，一期支付款项已完成；公司 2015 年上半年 3.57 亿存货（去年同期 2.07 亿元）对应周转天数为 127 天，比去年同期高出 45 天，但 2015 年中期存货中在拍影视剧与完成拍摄影视剧合计 1.15 亿元，原材料 9546 万元（去年同期 6282 万元）中包含剧本成本，剔除影视剧存货，主业床垫软床存货周转率维持平稳。
- **实业+文化持续推进，以文化塑品牌，增强协同效应：**公司考虑到宏观经济变化对家具行业的冲击，通过收购介入文化产业以减小业务波动性，并寻求以“文化塑品牌”的思路，增强与现有业务的协同效应，加强公司在“微笑曲线”的品牌端能力。我们认为消费品行业整体增速放缓后均面临从标准化向品牌化转变的过程，公司借助资本市场努力实现“品牌领先”符合产业发展趋势，电视剧加入广告宣传协同效应初显。
- **并购方案无稀释，承诺三年利润彰显信心：**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，绿城传媒承诺 2015-2017 年净利润不低于 6850 万、9200 万、12000 万，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、兰江承诺在交割后 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。

喜临门（603008.SH）

推 荐 维持评级

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：

赵中平

(86755) 82837691

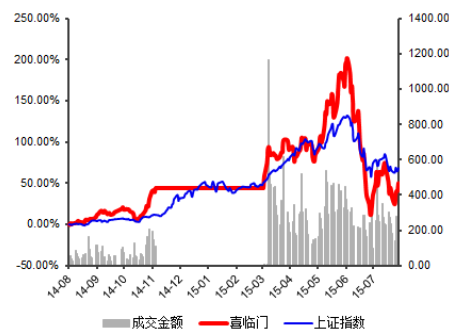
zhaozhongping@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.8.6

A 股收盘价（元）	15.2
A 股一年内最高价（元）	31.2
A 股一年内最低价（元）	9.1
上证指数	3744
市净率	4.0
总股本（亿股）	3.15
实际流通 A 股（亿股）	1.98
流通 A 股市值（亿元）	30

相对上证综指表现图



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

- **大股东以资管计划增持股票，绿城传媒将开始回购股票，三方利益一致，大股东主动延长限售期彰显信心：**董事长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，为后续改革创新发铺路，资产管理计划 2016 年 2 月到期。当前股价仅略高于该资管计划成本价。公司公告被并购方绿城传媒将开始回购公司股票，代表被并购方认可公司该市值。大股东在证监会发布 6 个月内不能减持通知前就主动延长首发大股东限售股限售期半年，彰显信心。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好公司短期内费用率下降释放的业绩弹性，长期内实业+文化的协同效应。预计 2015 年床垫软床主业发展平稳，新品类软床销售弥补床垫增长率的下滑，预计 2015、2016 年营业收入 14.8 亿元、17.2 亿元，同比增长 14.5%、16.9%，主营业务净利润为 1.31、1.61 亿元，晟喜华视承诺净利润为 0.68、0.92 亿元，归属于母公司净利润 1.99 亿元、2.53 亿元，同比增长 114%、27%，近 50 亿市值对应 2015 年 25 倍 PE，维持**推荐评级**。

表：主要财务指标预测（暂未考虑影视剧并表影响）

财务摘要	2013	2014	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1022	1291	1478	1715
收入同比增长率%	13.9%	26.3%	14.5 %	16.9%
净利润（百万元）	120	93	131	161
净利润同比增长率%	18.2%	-21.9%	40.35%	22.85%
ROE%	11.39%	8.36%	10.84%	11.88%
市盈率	39.8	51	36.1	29.4
EPS（元）	0.38	0.30	0.42	0.52

资料来源：wind、公司公告、中国银河证券研究所

表 1: 喜临门利润表 (QoQ)

	2013/03/31	2013/06/30	2013/09/30	2013/12/31	2014/03/31	2014/06/30	2014/09/30	2014/12/31	2015/03/31	2015/06/30
一般企业-利润表(单季度)										
一、营业总收入	181.65	242.57	279.59	318.09	249.50	302.11	376.13	362.82	302.22	337.53
营业收入	181.65	242.57	279.59	318.09	249.50	302.11	376.13	362.82	302.22	337.53
同比	7.3%	10.7%	24.9%	11.6%	37.4%	24.5%	34.5%	14.1%	21.1%	11.7%
二、营业总成本	161.02	214.16	234.24	271.23	221.17	268.44	333.54	353.74	275.94	298.60
营业成本	117.64	157.68	181.31	186.88	160.30	184.87	240.24	220.79	189.70	210.86
毛利率	35.2%	35.0%	35.2%	41.3%	35.7%	38.8%	36.1%	39.1%	37.2%	37.5%
营业税金及附加	1.47	2.02	1.98	2.09	1.31	1.59	0.88	1.91	2.39	4.74
/总收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.2%	0.5%	0.8%	1.4%
销售费用	22.83	37.39	32.78	49.53	40.84	53.84	57.05	84.18	53.59	49.43
/总收入	12.6%	15.4%	11.7%	15.6%	16.4%	17.8%	15.2%	23.2%	17.7%	14.6%
同比	18.3%	19.2%	33.6%	26.0%	78.8%	44.0%	74.0%	70.0%	31.2%	-8.2%
管理费用	18.59	18.78	19.23	29.73	21.45	26.96	27.71	41.47	29.53	28.56
/总收入	10.2%	7.7%	6.9%	9.3%	8.6%	8.9%	7.4%	11.4%	9.8%	8.5%
同比	15.4%	23.9%	5.3%	57.4%	15.4%	43.6%	44.1%	39.5%	37.7%	5.9%
销售费用+管理费用	22.8%	23.2%	18.6%	24.9%	25.0%	26.7%	22.5%	34.6%	27.5%	23.1%
财务费用	-0.49	-3.67	-1.37	-0.79	0.20	0.60	4.67	4.20	4.48	3.14
资产减值损失	0.98	1.96	0.31	3.79	-2.93	0.58	3.00	1.19	-3.74	1.86
三、其他经营收益										
投资净收益	0.00	0.00	0.00	3.30	0.00	0.00	0.00	-3.69	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	20.63	32.31	43.63	50.55	26.28	33.67	42.58	4.89	27.52	40.37
营业利润率	11.4%	13.3%	15.6%	15.9%	10.5%	11.1%	11.3%	1.3%	9.1%	12.0%
同比	14.4%	44.6%	36.0%	23.0%	27.4%	4.2%	-2.4%	-90.3%	4.7%	19.9%
加：营业外收入	0.85	0.57	0.50	1.46	0.91	0.65	0.31	3.66	1.23	0.10
减：营业外支出	0.20	3.89	0.63	0.44	0.26	1.24	0.64	1.20	1.33	1.00
其中：非流动资产处置净	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	0.58	0.23	-0.19	0.54	0.00
五、利润总额	21.28	28.98	43.49	51.57	26.93	33.08	42.25	7.35	27.42	39.47
减：所得税	3.65	4.79	6.75	10.05	5.01	5.10	6.32	0.00	3.16	7.86
所得税率	17.17%	16.53%	15.51%	19.48%	18.60%	15.42%	14.96%	0.05%	11.52%	19.91%
六、净利润	17.62	24.19	36.75	41.52	21.92	27.98	35.93	7.34	24.26	31.61
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	-0.13	-0.17	-0.23	-0.21	-0.13	-0.18	-0.17
归属于母公司所有者的净利润	17.62	24.19	36.75	41.65	22.09	28.21	36.14	7.47	24.44	31.78
同比	14.7%	27.1%	27.8%	8.0%	25.4%	16.6%	-1.7%	-82.1%	10.6%	12.7%
净利润率	9.7%	10.0%	13.1%	13.1%	8.9%	9.3%	9.6%	2.1%	8.1%	9.4%
加：其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
七、综合收益总额	17.62	24.19	36.75	41.52	21.92	27.98	35.93	7.34	24.26	31.61
减：归属于少数股东的综合收益	0.00	0.00	0.00	-0.13	-0.17	-0.23	-0.21	-0.13	-0.18	-0.17
归属于母公司普通股股东综合收益	17.62	24.19	36.75	41.65	22.09	28.21	36.14	7.47	24.44	31.78

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 2: 2012-2015H1 年销售费用明细 (万元)

项目	2015H1	2014 年	2013 年	2012 年	2015 年 H1 同比	2014 年 同比
销售渠道费用	1804	3458.5	2131.6	2213.2	40.3%	-3.7%
广告及业务宣传费	2294	7326.7	3346.1	2304.9	-30.1%	45.2%
运费及商检费	3278	5360.0	3286.8	3077.8	36.4%	6.8%
职工薪酬	1385	3556.6	2581.5	1514.3	16.6%	70.5%
办公费		970.6	823.2	525.0	17.9%	56.8%
业务招待费	177	314.5	262.0	252.2	19.7%	3.9%
折旧费	41	166.8	189.5	188.6	-68.3%	0.4%
展览费	256	649.8	453.0	276.1	17.9%	64.1%
电子商务费	289	580.9	375.8	261.0	40.6%	44.0%
其他		1206.8	804.3	840.8		-4.3%
合计		23591.2	14253.7	11453.8		24.4%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

表 3: 喜临门财务报表预测

资产负债表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
货币资金	558	281	300	284	644	营业收入	897	1022	1291	1478	1715
应收票据	8	30	10	10	10	营业成本	576	644	806	928	1082
应收账款	206	243	312	523	458	营业税金及附加	8	8	6	7	8
预付款项	9	29	24	37	34	销售费用	115	143	236	238	257
其他应收款	9	37	30	47	42	管理费用	68	86	118	135	156
存货	115	139	207	412	310	财务费用	1	-6	10	16	22
其他流动资产	2	2	21	21	21	资产减值损失	14	7	2	2	2
长期股权投资	0	1	0	0	0	投资收益	0	3	-4	0	0
固定资产	169	222	716	695	695	营业利润	114	147	107	153	188
在建工程	113	376	76	73	73	营业外收支净额	6	-2	2	2	2
无形资产	31	105	122	172	222	税前利润	120	145	110	154	190
长期待摊费用	10	22	75	75	75	减: 所得税	18	25	16	23	28
资产总计	1248	1509	1988	2365	2601	净利润	102	120	93	131	161
预收款项	11	27	23	35	33	归属于母公司净利润	102	120	94	132	162
应付职工薪酬	10	15	15	17	20	基本每股收益	0.57	0.38	0.30	0.42	0.52
应交税费	16	19	12	14	16	稀释每股收益	0.32	0.38	0.30	0.42	0.52
其他应付款	16	14	23	26	30	财务指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
其他流动负债	0	0	200	229	266	营收增长率	7.02%	13.91%	26.29%	14.49%	16.09%
长期借款	0	0	0	0	0	营业利润增长率	8.57%	29.57%	-26.98%	42.08%	23.21%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	15.78%	18.16%	-21.88%	40.35%	22.85%
负债合计	235	412	838	1084	1157	销售毛利率	35.80%	37.03%	37.53%	37.19%	36.90%
股东权益合计	1014	1097	1149	1282	1444	销售净利率	11.34%	11.76%	7.28%	8.92%	9.44%

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，并无需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
