



买入

30% ↑

目标价格:人民币 25.80

原目标价格: 人民币 24.30

603008.CH

价格:人民币 19.86

目标价格基础:30 倍 17 年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(% /)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(7.8)	(7.1)	16.3	28.2
相对上证指数	10.2	(8.4)	16.3	35.3
发行股数(百万)	315			
流通股(%)	100			
流通股市值(人民币 百万)	6,256			
3个月日均交易额(人民币 百万)	103			
净负债比率%(2016E)				净现金
主要股东(%)				
绍兴华易投资有限公司				36

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年10月13日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造:家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

赵综艺

(8621)20328592

zongyi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516080001

喜临门

完成定增发行, 双主业稳健并进

公司完成定增发行, 员工持股满额认购彰显高管对公司长期发展信心。从美国市场经验来看, 长期而言, 床垫行业有其独立于房地产销量的成长逻辑, 行业规模不惧地产销量调整, 龙头企业受益集中度提升。公司床垫+影视双主业并进, 未来有望向沙发等软装方向延伸。我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.67、0.86、1.07 元/股, 给予 2017 年 30 倍市盈率, 目标价上调至 25.80 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **完成定增发行, 员工持股彰显长期信心。**公司完成定增发行, 限售期 3 年, 员工持股计划几乎满额认购; 同时, 根据公告, 2014 年增持的员工持股资产管理计划至今仍未减持, 双双体现了高管对于公司长期发展的信心。此外, 估算传媒公司周总增持公司的成本价超过 17 元/股, 为当前股价提供一定安全边际。
- **床垫规模增长不惧地产销量调整, 龙头企业受益集中度提升。**近期地产限购政策降低市场对房地产销量预期, 从而对整个家具板块产生负面影响。我们认为长期来看, 床垫行业有其独立于房地产销量的自身成长逻辑。美国床垫批发市场自 1980 年起 CAGR 为 5.3%, 经历的 4 次经济下滑中仅有 1 次床垫销售规模下滑, 且第二年均有较强势反弹。人口增长、更换率提升、价格提升是其保持稳定增长的重要原因, 而我国床垫消费也正经历这一过程, 城镇化带来的消费人群增长和消费升级是促进行业规模增长的长期动力。此外, 我国床垫行业也正经历集中度提升的过程, 估算公司市占率仅 5%-6%, 后续空间广阔。
- **双主业齐头并进, 有望延伸软装品类。**公司上半年营收同比增长 22.97%, 净利润同比增长 10.98%, 财务费用对利润影响较大, 定增发行完成后将有所好转。预计后续床垫主业将继续保持稳定增长, 规模效应和财务费用好转促使利润率提升。传媒公司今年已经出品了《大嫁风尚》、《骡子和金子》等优秀剧集, 大概率完成对赌业绩。公司过去聚焦于床垫和软床, 未来有望向沙发等其他软装产品延伸。

评级面临的主要风险

- 营销拓展不达预期。

估值

- 按定增摊薄后股本计算, 我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.67、0.86、1.07 元/股, 给予 2017 年 30 倍市盈率, 目标价由 24.30 元上调至 25.80 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,291	1,687	2,195	2,677	3,254
变动(%)	26	31	30	22	22
净利润(人民币 百万)	94	191	255	330	408
全面摊薄每股收益(人民币)	0.245	0.498	0.667	0.862	1.066
变动(%)	(35.7)	103.0	33.9	29.2	23.7
全面摊薄市盈率(倍)	81.0	39.9	29.8	23.0	18.6
价格/每股现金流量(倍)	188.3	26.5	37.9	28.4	24.9
每股现金流量(人民币)	0.11	0.75	0.52	0.70	0.80
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.2	21.4	13.1	10.6	8.7
每股股息(人民币)	0.000	0.247	0.123	0.034	0.284
股息率(%)	n.a.	1.2	0.6	0.2	1.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,291	1,687	2,195	2,677	3,254
销售成本	(806)	(1,019)	(1,324)	(1,613)	(1,973)
经营费用	(330)	(354)	(439)	(552)	(680)
息税折旧前利润	154	314	432	512	601
折旧及摊销	(37)	(54)	(90)	(88)	(80)
经营利润(息税前利润)	117	260	342	424	521
净利润收入/(费用)	18	(1)	(22)	(1)	4
其他收益/(损失)	(53)	(65)	(83)	(80)	(72)
税前利润	110	242	325	420	520
所得税	(16)	(51)	(70)	(91)	(113)
少数股东权益	1	1	1	1	1
净利润	94	191	255	330	408
核心净利润	92	183	248	322	400
每股收益(人民币)	0.245	0.498	0.667	0.862	1.066
核心每股收益(人民币)	0.240	0.478	0.647	0.842	1.046
每股股息(人民币)	0.000	0.247	0.123	0.034	0.284
收入增长(%)	26	31	30	22	22
息税前利润增长(%)	(17)	122	31	24	23
息税折旧前利润增长(%)	(5)	103	38	18	17
每股收益增长(%)	(36)	103	34	29	24
核心每股收益增长(%)	(38)	99	35	30	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	110	242	325	420	520
折旧与摊销	37	54	90	88	80
净利润息费用	(8)	7	25	11	9
运营资本变动	284	(20)	(453)	0	0
税金	16	51	70	91	113
其他经营现金流	(398)	(47)	143	(343)	(416)
经营活动产生的现金流	40	287	201	268	305
购买固定资产净值	(531)	(72)	0	0	0
投资减少/增加	1	(3)	0	0	0
其他投资现金流	259	(429)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(271)	(504)	0	0	0
净增权益	0	0	68	0	0
净增债务	0	50	200	0	0
支付股息	0	(95)	(47)	(13)	(109)
其他融资现金流	268	294	394	(12)	(9)
融资活动产生的现金流	268	250	615	(25)	(118)
现金变动	37	32	815	243	187
期初现金	281	300	237	1,052	1,295
公司自由现金流	(221)	(212)	203	279	318
权益自由现金流	(223)	(174)	376	257	296

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	300	237	1,052	1,295	1,482
应收帐款	312	529	688	839	1,020
库存	207	324	420	512	626
其他流动资产	86	209	271	331	403
流动资产总计	905	1,298	2,432	2,977	3,531
固定资产	716	824	952	888	828
无形资产	122	125	713	702	691
其他长期资产	228	954	148	135	125
长期资产总计	1,083	1,926	1,836	1,748	1,667
总资产	1,988	3,224	4,267	4,725	5,199
应付帐款	268	402	522	636	777
短期债务	257	653	200	200	200
其他流动负债	312	442	471	498	532
流动负债总计	837	1,496	1,193	1,334	1,510
长期借款	0	50	250	250	250
其他长期负债	1	338	338	338	338
股本	315	315	383	383	383
储备	834	1,025	2,105	2,422	2,721
股东权益	1,149	1,340	2,488	2,805	3,104
少数股东权益	0	0	(1)	(2)	(3)
总负债及权益	1,988	3,224	4,267	4,725	5,199
每股帐面价值(人民币)	3.00	3.50	6.50	7.33	8.11
每股有形资产(人民币)	3.26	3.85	4.64	5.49	6.30
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.14)	1.48	(1.57)	(2.21)	(2.70)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.0	18.6	19.7	19.1	18.5
息税前利润率(%)	9.1	15.4	15.6	15.8	16.0
税前利润率(%)	8.5	14.3	14.8	15.7	16.0
净利率(%)	7.3	11.3	11.6	12.3	12.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.9	2.0	2.2	2.3
利息覆盖率(倍)	81.2	20.8	12.7	19.4	23.8
净权益负债率(%)	34.8	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	1.7	1.8	1.9
估值					
市盈率(倍)	81.0	39.9	29.8	23.0	18.6
核心业务市盈率(倍)	82.9	41.6	30.7	23.6	19.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	107.7	54.0	39.9	30.7	24.7
市净率(倍)	6.6	5.7	3.1	2.7	2.4
价格/现金流(倍)	188.3	26.5	37.9	28.4	24.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.2	21.4	13.1	10.6	8.7
周转率					
存货周转天数	93.7	95.0	102.6	105.5	105.4
应收帐款周转天数	88.3	114.4	101.2	104.1	104.3
应付帐款周转天数	75.8	86.9	76.8	78.9	79.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	49.6	18.5	3.9	26.7
净资产收益率(%)	8.2	14.2	13.3	12.5	13.8
资产收益率(%)	5.0	6.4	7.1	7.4	8.2
已运用资本收益率(%)	9.0	13.0	13.8	14.0	15.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371