

## 家具增长延续，影视业务提供新动力

### ——喜临门（603008）调研简报

2016 年 12 月 16 日

推荐/首次

喜临门

调研简报

#### 报告摘要：

**家具业务稳定发展。**喜临门主营业务为床垫、软床及其配套产品、酒店家具以及影视剧的制作与销售。2016H1 公司床垫业务实现收入 5.5 亿元，同比增长 15.69%；软床业务实现收入 1.6 亿元，同比增长 58.21%；酒店家具业务实现收入 0.5 亿元，同比增长 12.54%；影视剧销售业务实现收入 0.1 亿元，同比增长 109.37%。床垫及软床业务收入占公司主营业务收入的比例最高，分别为 71%和 21%。

**床垫产品更新周期逐渐缩短。**美国消费者对于床垫产品的预期使用年限和实际使用年限均呈现下降的趋势。美国消费者对于床垫产品的实际使用年限由 2007 年的 10.3 年下降为 2016 年的 8.9 年，预期使用年限由 2007 年的 10.9 年下降为 2016 年的 9.4 年。

**公司积极拓展销售渠道。**喜临门产品的销售模式是以加盟为主，直营为辅，同时与红星美凯龙、居然之家等大型家具卖场建立长期战略合作关系。公司在现有销售网络的基础上，同时下沉公司的销售网点铺设，在三线城市拓展营销网络。目前公司线下门店约为 1070 家。

**影视业务提供增长新动力。**2015 年公司以 7.2 亿元对价完成了对晟喜华视（原绿城传媒）的 100%股权收购，正式进入文化传媒领域。本次交易对方承诺晟喜华视 2015 年、2016 年、2017 年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润合计分别不低于 6,850 万元、9,200 万元、12,000 万元，我们认为上市公司将晟喜华视纳入合并报表范围后的盈利能力将进一步提升。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2016~2017 年的 EPS 分别为 0.67 元/股和 0.85 元/股，对应 PE 分别为 28x 和 22x，首次覆盖给予公司“推荐”投资评级。

**风险提示：**原材料价格上涨；市场竞争加剧。

**分析师：杨若木**

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

**联系人：孙金琦**

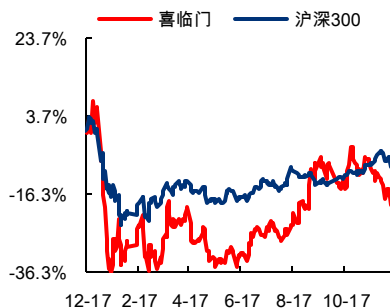
010-66554026

sun\_jq@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间（元）	14.34-25.46
总市值（亿元）	71.06
流通市值（亿元）	58.46
总股本/流通 A 股（万股）	38286/31500
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.47

#### 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

#### 相关研究报告

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,290.55	1,687.44	2,125.13	2,432.10	2,844.98
增长率（%）	26.29%	30.75%	25.94%	14.44%	16.98%
净利润（百万元）	93.18	190.14	256.07	324.41	386.13
增长率（%）	-22.41%	104.07%	34.67%	26.69%	19.03%
净资产收益率（%）	8.17%	14.23%	16.96%	19.78%	21.52%
每股收益（元）	0.30	0.61	0.67	0.85	1.01
PE	61.87	30.43	27.75	21.90	18.40
PB	5.09	4.36	4.71	4.33	3.96

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 目 录

1. 家居业务稳定发展，影视剧销售提供新增长点 .....	3
1.1 床垫产品更换周期逐渐缩短 .....	3
1.2 公司积极开拓销售渠道，影视剧业务提供新动力 .....	5
2. 盈利预测及估值 .....	6
3. 风险提示 .....	6

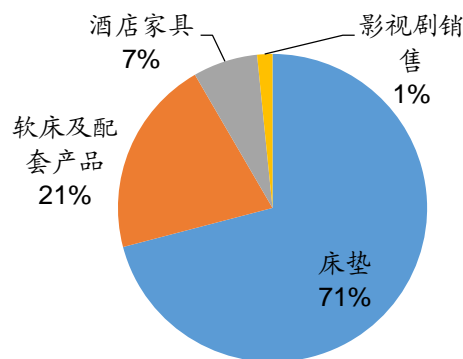
## 插图目录

图 1:喜临门业务结构 .....	3
图 2:美国消费者床垫产品平均购买价格 .....	4
图 3:美国消费者床垫产品更换周期 .....	4
图 4:国内城镇人口及城镇化率 .....	4
图 5:住宅销售面积累计同比 .....	5
图 6:家具制造业营业收入累计同比 .....	5

## 1. 家居业务稳定发展, 影视剧销售提供新增长点

喜临门主营业务为床垫、软床及其配套产品、酒店家具以及影视剧的制作与销售。2016H1 公司床垫业务实现收入 5.5 亿元, 同比增长 15.69%; 软床业务实现收入 1.6 亿元, 同比增长 58.21%; 酒店家具业务实现收入 0.5 亿元, 同比增长 12.54%; 影视剧销售业务实现收入 0.1 亿元, 同比增长 109.37%。床垫及软床业务收入占公司主营业务收入的比例最高, 分别为 71% 和 21%。

图 1: 喜临门业务结构



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

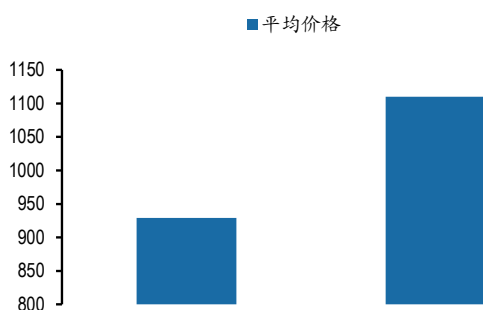
在公司的核心业务中, 床垫业务发展较为稳健, 软床业务受益于客户新品类的开发保持了较高的增长速度, 酒店家具业务逐渐改善, 影视剧业务则在公司传统业务的基础上, 为公司的业绩提供了新的增长点。

### 1.1 床垫产品更换周期逐渐缩短

我们认为床垫产品的消费主要源于两方面, 其一是原有产品的更新, 其二是新增住宅的销售。20 世纪 90 年代我国商品房政策拉动了国内最初的床垫产品消费, 至今已近 20 年, 大部分的床垫产品已经进入更新换代周期。

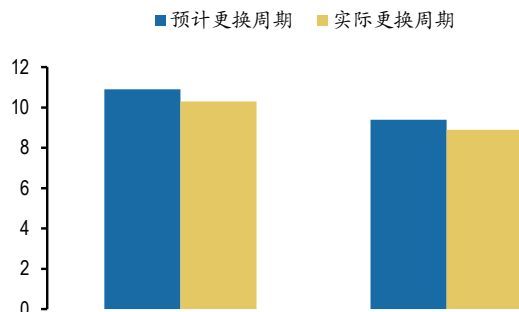
我们认为影响床垫产品更新换代的重要因素是消费者对于床垫的预期使用年限。根据 ISPA 国际睡眠产品协会的调查数据显示, 美国消费者对于床垫产品的预期使用年限和实际使用年限均呈现下降的趋势。美国消费者对于床垫产品的实际使用年限由 2007 年的 10.3 年下降为 2016 年的 8.9 年, 预期使用年限由 2007 年的 10.9 年下降为 2016 年的 9.4 年。

图 2:美国消费者床垫产品平均购买价格



资料来源：ISPA，东兴证券研究所

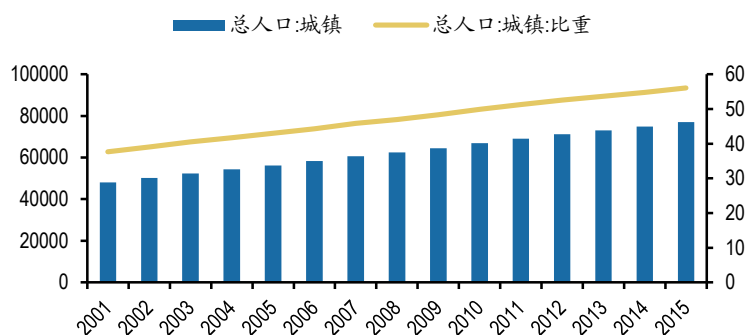
图 3:美国消费者床垫产品更换周期



资料来源：ISPA，东兴证券研究所

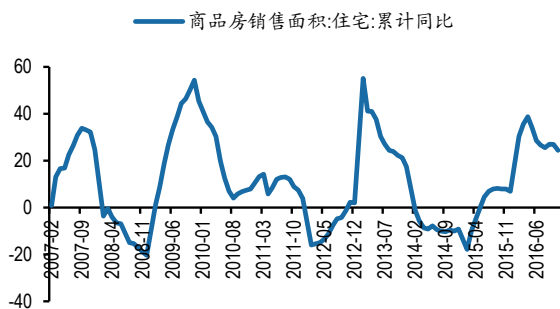
我们认为国内目前床垫产品的主要消费者还是城镇消费者，2015 年国内城镇人口 7.7 亿人，按每户家庭 3.1 人口计算，2015 年城镇家庭约为 2.5 亿户，假设每户需要床垫 1 张，如果更换周期为 10 年，则每年更新换代需求约为 2500 万张，如若更换周期下降为 9 年，则每年更新换代需求约为 2780 万张。由此可见，消费者的消费习惯对床垫产品的需求影响较大，更新周期减少一年，需求约增长 10%。2015 年中国城镇化率仅为 56%，距离完成城镇化目标尚存在差距。

图 4:国内城镇人口及城镇化率

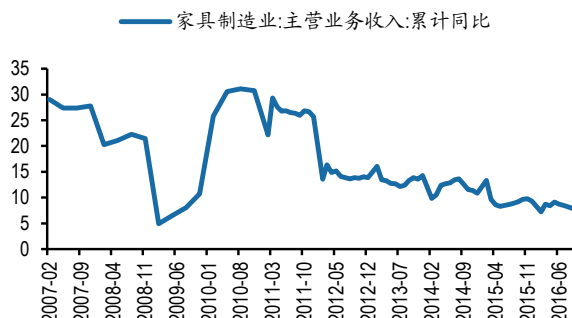


资料来源：Wind，东兴证券研究所

关于新增住宅销售的需求，我们曾分析过，家具行业是地产链的下游行业，对比住宅销售面积同比增速与家具行业收入同比增速的数据，可以发现 2008~2010 年二者拟合度较高，2008 年地产销售面积增速的触底反弹同样为次年家具销售增长带来动力，但是之后虽然 2012 年~2014 年地产销售再次历经一次触底至见顶的周期，对家具销售的影响却微乎其微。因此，我们认为虽然 2015 年 9 月 30 日政府出台地产调控政策，未来地产销售面积增速将出现下滑，但是对下游家具板块销售收入的压制作用有限。

**图 5:住宅销售面积累计同比**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 6:家具制造业营业收入累计同比**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 1.2 公司积极开拓销售渠道, 影视剧业务提供新动力

喜临门产品的销售模式是以加盟为主, 直营为辅, 同时与红星美凯龙、居然之家等大型家具卖场建立长期战略合作关系。公司在现有销售网络的基础上, 继续增加在直辖市、省会城市、沿海经济发达地区的销售布局, 同时下沉公司的销售网点铺设, 在三线城市拓展营销网络, 提高公司产品的覆盖范围。目前公司线下门店约为 1070 家。

2015 年公司扩大了销售团队, 从线下终端门店的装修、产品陈列、导购等方面配合全国终端门店, 同时增加招商会, 举办唱响喜临门、蜜月喜临门等活动。

公司的线上渠道主要是在天猫和京东, 线上人员数量持续增加, 店面的评分也在提高。另外公司的产品线上品牌与线下品牌不同, 减少了线上对于线下的冲击。

2016 年公司完成非公开发行, 以 13.85 元/股增发 6785.8 万股, 分别由控股股东华易投资认购 8.4 亿元及 2015 年度第一期员工持股计划认购 1 亿元, 限售期 36 个月。增发募集资金用于喜临门家具制造出口基地建设项目, 帮助公司提高床垫、软床及配套产品的产能。目前, 公司“北方生产线项目”及“软床及配套产品项目”已经建设完毕, 在袍江的出口基地逐步完成一期厂房建设。此次非公开发行项目扩充产能, 为未来收入规模及渠道扩张奠定基础。

**表 1: 喜临门非公开发行预案**

募投项目名称	项目投资总额	募集资金拟投入金额
喜临门家具制造出口基地建设项目	10.00	9.00
偿还银行贷款	0.40	0.40
合计	10.40	9.40

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2015 年公司以 7.2 亿元对价完成了对晟喜华视 (原绿城传媒) 的 100% 股权收购, 正式进入文化传媒领域。本次交易对方承诺晟喜华视 2015 年、2016 年、2017 年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润合计分别不低于 6,850 万元、9,200 万元、12,000 万元, 我们认为上市公司将晟喜华视纳入合并报表范围后的盈利能力将进一步提升。近年来, 晟喜华视已经成功投资、发行了《眼中钉》、《刀尖上行

走》、《护国大将军》、《最爱你》、《代号十三钗》、《恋爱相对论》、《喋血孤岛》等十余部电视剧, 在电视剧策划、制作和发行等领域已经具备显著优势。

## 2. 盈利预测及估值

喜临门主营业务为床垫、软床、酒店家具以及影视剧制作销售, 床垫产品发展稳健, 软床业务保持较高增速, 酒店家具业务逐渐好转, 影视剧业务在公司传统业务的基础上, 为公司业绩增长提供了新动力。我们预计公司 2016~2017 年的 EPS 分别为 0.67 元/股和 0.85 元/股, 对应 PE 分别为 28x 和 22x, 首次覆盖给予公司“推荐”投资评级。

## 3. 风险提示

1. 原材料价格上升;
2. 市场竞争加剧。

**表 2: 公司盈利预测表**

资产负债表					单位:百万元		利润表		单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	905	1298	1609	1865	2228	营业收入	1291	1687	2125	2432	2845		
货币资金	300	237	396	453	487	营业成本	806	1019	1218	1386	1610		
应收账款	312	529	590	675	824	营业税金及附加	6	17	16	18	24		
其他应收款	30	57	72	82	96	营业费用	236	245	349	376	454		
预付款项	24	107	153	206	290	管理费用	118	135	182	201	239		
存货	207	324	350	398	479	财务费用	10	26	46	51	48		
其他流动资产	21	33	33	33	33	资产减值损失	1.84	14.49	7.79	0.00	0.00		
非流动资产合计	1083	1926	1769	1656	1542	公允价值变动收益	-2.55	-0.48	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	7	7	7	7	投资净收益	-3.69	4.34	0.00	0.00	0.00		
固定资产	716.07	823.56	913.13	812.01	710.89	营业利润	107	234	308	399	470		
无形资产	122	125	113	100	88	营业外收入	5.53	11.77	8.65	8.65	9.69		
其他非流动资产	46	13	0	0	0	营业外支出	3.34	3.96	3.65	3.65	3.76		
资产总计	1988	3224	3378	3520	3770	利润总额	110	242	313	404	476		
流动负债合计	837	1496	1817	1829	1925	所得税	16	51	57	80	90		
短期借款	257	653	938	878	852	净利润	93	190	256	324	386		
应付账款	268	402	436	497	593	少数股东损益	-1	-1	0	0	0		
预收款项	23	34	38	42	51	归属母公司净利润	94	191	256	324	386		
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	277	439	467	564	632		
非流动负债合计	1	388	50	50	50	BPS (元)	0.30	0.61	0.67	0.85	1.01		
长期借款	0	50	50	50	50	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	838	1884	1867	1879	1974	成长能力							
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	26.29%	30.75%	25.94%	14.44%	16.98%		
实收资本 (或股	315	315	383	383	383	营业利润增长	-26.98%	117.61%	31.68%	29.64%	17.86%		
资本公积	467	467	467	467	467	归属于母公司净利润	34.32%	26.69%	34.32%	26.69%	19.03%		
未分配利润	319	495	534	582	640	获利能力							
归属母公司股东	1149	1340	1510	1640	1794	毛利率 (%)	37.53%	39.61%	42.70%	43.00%	43.42%		
负债和所有者权	1988	3224	3378	3520	3769	净利率 (%)	7.22%	11.27%	12.05%	13.34%	13.57%		
现金流量表						总资产净利润 (%)	4.72%	5.91%	7.58%	9.22%	10.24%		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	8.17%	14.23%	16.96%	19.78%	21.52%		
经营活动现金流	40	287	310	364	339	偿债能力							
净利润	93	190	256	324	386	资产负债率 (%)	42%	58%	55%	53%			
折旧摊销	159.47	179.21	0.00	113.67	113.67	流动比率	1.08	0.87	0.89	1.02	1.16		
财务费用	10	26	46	51	48	速动比率	0.83	0.65	0.69	0.80	0.91		
应收账款减少	0	0	-61	-85	-149	营运能力							
预收帐款增加	0	0	3	4	9	总资产周转率	0.74	0.65	0.64	0.71	0.78		
投资活动现金流	-271	-504	36	0	0	应收账款周转率	5	4	4	4	4		
公允价值变动收	-3	0	0	0	0	应付账款周转率	5.43	5.04	5.07	5.21	5.22		
长期股权投资减	0	0	31	0	0	每股指标 (元)							
投资收益	-4	4	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.61	0.67	0.85	1.01		
筹资活动现金流	268	250	-186	-306	-306	每股净现金流 (最新	0.12	0.10	0.42	0.15	0.09		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.65	4.25	3.94	4.28	4.69		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	68	0	0	P/E	61.87	30.43	27.75	21.90	18.40		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.09	4.36	4.71	4.33	3.96		
现金净增加额	37	32	160	57	33	EV/EBITDA	20.98	14.37	16.48	13.44	11.89		

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 孙金琦

轻工造纸行业研究员, 硕士研究生, 2015 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。