

内销实现高增长，业绩释放空间加大
增持(维持)

2017年07月30日

证券分析师 马莉

执业证书编号：
S0600517050002
(8610) 66573632
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号：
S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可

shifk@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,217.12 | 3,089.39 | 4,166.16 | 5,226.28 |
| 同比(%) | 31.39 | 39.34 | 34.85 | 25.45 |
| 净利润(百万元) | 203.76 | 275.59 | 401.21 | 549.16 |
| 同比(%) | 6.88 | 35.25 | 45.58 | 36.87 |
| 毛利率(%) | 36.98 | 36.83 | 37.08 | 37.64 |
| ROE(%) | 10.83 | 10.75 | 13.80 | 16.24 |
| 每股收益(元) | 0.61 | 0.70 | 1.02 | 1.39 |
| P/E | 37.09 | 27.42 | 18.84 | 13.76 |
| P/B | 4.02 | 2.95 | 2.60 | 2.24 |

投资要点

- 公司发布2017年中报业绩，收入增长喜人：**公司17年上半年实现收入11.85亿元，较上年同期增长50.59%；归属母公司净利润9483万元，同比增长51.96%，扣非后归母净利润8110万元，同比增长34.51%；扣非利润增速较低的原因在于期间公司收到政府补贴1646万元，去年同期为123万元。第二季度单季录得收入7.01亿元，同比大幅增长59.89%，归母净利润5200万元，同比增长52.05%。上半年公司收入实现快速的增长，而利润端有待后期释放。
- 加强自主品牌推广，实行大经销商策略，内销进入快速增长轨道：**公司17年上半年11.8亿元收入中，床垫业务11亿元，影视业务8000万元。床垫业务中，自主零售终端业务4.8亿元(yoy+80%)，酒店工程业务1亿元(yoy+30%)，ODM/OEM业务5.2亿元(yoy+20%)。上半年公司多条业务线均实现快速的增长，尤其是自主品牌零售业务，这主要得益于公司17年开始引进具有优质资质背景的经销商，实行多开店、开大店、塑品牌策略。同时，公司加强品牌推广力度，举办一系列促销推广活动，辅以O2O布局，建立自有网上品牌，为线下业务引流。按照此趋势，我们认为公司内销业务未来将继续保持较高的增速。外销方面，公司在巩固原有客户的基础之上，加大广度和深度覆盖，上半年为宜家亚太及北美地区、日本宜得利提供新产品。同时公司开发了美国Williams-Sonoma，韩国汉森等新客户，外销得以继续实现稳定增长。
- 促销力度加大，人民币升值，成本端持续承压，Q2毛利率继续下降，三费改善明显：**受到原材料成本持续上涨影响，人民币升值，加上公司加大产品促销力度，公司H1毛利率32.39%(Q1为35.62%，Q2为30.16%)，较16年上半年下降4.31%。虽然成本有所上涨，但是公司通过优化内部管理，三费率有所改善。其中销售费用率13.47%(-0.89pc)，管理费用率7.91%(-1.38pc)，财务费用率(-2.16pc)，整体三费率下降4.45%。公司上半年收到政府补贴1646万元，使得净利率与去年同期基本持平(17H1为8.01%)，如果刨去17H1政府补贴的影响，公司真实净利润率为6.6%，可以看出公司业务盈利水平短时期内由于成本压力处于低位，但伴随规模成长下，其业绩未来释放弹性较大。
- 影视收入确认周期延后，上半年增长5倍：**公司影视业务上半年收入8000万元，同比增长500%，增长来源于子公司晟喜华视共有4部上星剧在5家电视台播出，加上去年部分收入延后确认。按照16年影视31.41%的净利率估算，上半年影视板块贡献约2512万利润。影视板块全年业绩承诺为1.2亿利润，下半年储备多套优质电视剧，预计17年业绩承诺可顺利完成。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 19.17 |
| 一年最低/最高价 | 15.06/22.93 |
| 市净率(倍) | 3.03 |
| 流通A股市值(百万元) | 6,039 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元) | 6.33 |
| 资产负债率(%) | 45.15 |
| 总股本(百万股) | 394 |
| 流通A股(百万股) | 315 |

相关研究

- 喜临门：估值渐进合理，业绩重新起航 -20170604

- **应收款大幅增加，现金流变动处合理范围：**公司 17 年上半年现金流-1.26 亿元，同比减少 334.37%，主要系是公司存货及应收账款增加所致。公司影视剧储备不断增加，上半年公司存货 5.51 亿元，期初余额为 5.19 亿元（16 年 H1 为 3.36 亿元）。应收账款上半年 8.31 亿元，较上年同期增长 21.67%，随着公司家居及传媒销售收入不断扩大，应收款增长幅度处于合理范围。期间预付款大幅增加至 2.29 亿元（ $yoY+73.75\%$ ），主要系预付制片款增加所致，与之相对应的预收款增长 46.32%，系收到影视制作投资款增加，表明公司影视业务发展正持续推进中。
- **盈利预测及投资建议：**公司股权激励要求 17 年收入增长不低于 35%，净利润不低于 30%。公司整体发展趋势向好，利润释放空间较大，成本端有改善预期。我们预计公司 17、18 年利润为 2.76、4.01 亿元，同比增长 35.25%、45.58%， $EPS0.70/1.02$ 元，当前 76 亿市值对应 17、18 年 27.42、18.84 倍 PE，继续维持增持评级。
- **风险提示：**国内渠道扩张低于预期，传媒业务不达承诺等风险

喜临门三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 利润表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 2308.99 | 2847.92 | 4039.00 | 5234.96 | 营业收入 | 2217.12 | 3089.39 | 4166.16 | 5226.28 |
| 货币资金 | 840.60 | 774.45 | 1069.45 | 1544.40 | 营业成本 | 1397.29 | 1951.71 | 2621.36 | 3259.34 |
| 应收款项 | 714.08 | 936.55 | 1289.38 | 1502.96 | 营业税金及附加 | 19.83 | 27.63 | 37.26 | 46.74 |
| 存货 | 519.14 | 781.99 | 1159.75 | 1347.43 | 销售费用 | 318.70 | 476.12 | 631.64 | 774.08 |
| 其他 | 235.17 | 354.93 | 520.41 | 840.17 | 管理费用 | 160.93 | 218.85 | 295.12 | 370.22 |
| 非流动资产 | 2067.51 | 2536.77 | 3046.87 | 3620.12 | 财务费用 | 50.98 | 50.98 | 50.98 | 50.98 |
| 长期股权投资 | 13.28 | 13.28 | 13.28 | 13.28 | 投资净收益 | (2.70) | (2.70) | (2.70) | (2.70) |
| 固定资产 | 1106.93 | 1588.13 | 2085.00 | 2637.16 | 其他 | 12.98 | 12.98 | 12.98 | 12.98 |
| 无形资产 | 131.18 | 141.36 | 148.42 | 157.00 | 营业利润 | 253.71 | 348.44 | 514.13 | 709.25 |
| 其他 | 816.12 | 794.00 | 800.17 | 812.69 | 营业外净收支 | 14.66 | 14.66 | 14.66 | 14.66 |
| 资产总计 | 4376.50 | 5384.69 | 7085.87 | 8855.09 | 利润总额 | 268.37 | 363.10 | 528.78 | 723.91 |
| 流动负债 | 1864.71 | 2586.08 | 3886.02 | 5106.06 | 所得税费用 | 64.89 | 87.79 | 127.85 | 175.03 |
| 短期借款 | 744.58 | 1169.64 | 1740.78 | 2407.56 | 少数股东损益 | (0.28) | (0.28) | (0.28) | (0.28) |
| 应付账款 | 523.36 | 723.19 | 1127.30 | 1444.24 | 归属母公司净利润 | 203.76 | 275.59 | 401.21 | 549.16 |
| 其他 | 596.77 | 693.25 | 1017.94 | 1254.26 | EBIT | 340.20 | 442.72 | 618.04 | 822.64 |
| 非流动负债 | 94.86 | 94.55 | 94.62 | 94.68 | EBITDA | 406.08 | 571.29 | 750.64 | 969.51 |
| 长期借款 | 19.00 | 19.00 | 19.00 | 19.00 | | | | | |
| 其他 | 75.86 | 75.55 | 75.62 | 75.68 | | | | | |
| 负债总计 | 1959.58 | 2680.63 | 3980.65 | 5200.74 | | | | | |
| 少数股东权益 | (0.24) | (0.02) | (0.08) | (0.11) | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 2417.16 | 2704.08 | 3105.30 | 3654.46 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 4376.50 | 5384.69 | 7085.87 | 8855.09 | | | | | |
| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 重要财务与估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 经营活动现金流 | 279.14 | 284.84 | 465.05 | 618.34 | 每股收益(元) | 0.61 | 0.70 | 1.02 | 1.39 |
| 投资活动现金流 | (748.44) | (968.32) | (972.46) | (1130.75) | 每股净资产(元) | 6.31 | 6.86 | 7.88 | 9.27 |
| 筹资活动现金流 | 695.08 | 617.33 | 802.41 | 987.36 | 发行在外股份(百万股) | 382.86 | 394.26 | 394.26 | 394.26 |
| 现金净增加额 | 225.78 | (66.15) | 295.00 | 474.95 | ROIC(%) | 8.11% | 8.62% | 9.63% | 10.26% |
| 折旧与摊销 | 65.88 | 128.56 | 132.60 | 146.86 | ROE(%) | 10.83% | 10.75% | 13.80% | 16.24% |
| 资本开支 | 228.39 | 615.49 | 632.08 | 703.14 | 毛利率(%) | 36.98% | 36.83% | 37.08% | 37.64% |
| 营运资本变动 | (87.71) | (213.49) | (163.02) | (167.20) | EBIT Margin(%) | 15.34% | 14.33% | 14.83% | 15.74% |
| 企业自由现金流 | 464.50 | 866.24 | 1070.27 | 1306.54 | 销售净利率(%) | 9.18% | 8.91% | 9.62% | 10.50% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 44.78% | 49.78% | 56.18% | 58.73% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 31.39% | 39.34% | 34.85% | 25.45% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 6.88% | 35.25% | 45.58% | 36.87% |
| | | | | | P/E | 37.09 | 27.42 | 18.84 | 13.76 |
| | | | | | P/B | 4.02 | 2.95 | 2.60 | 2.24 |
| | | | | | EV/EBITDA | 21.37 | 16.27 | 13.27 | 11.00 |

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>