



603008.SH

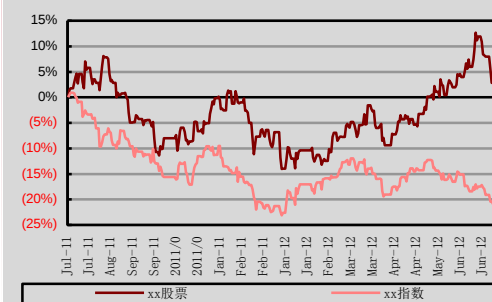
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 17.92

板块评级: 未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.4)	(2.0)	(4.5)	(5.9)
相对上证指数	1.6	0.6	8.9	(3.7)

发行股数(百万)	395
流通股(%)	80
流通股市值(人民币 百万)	5,645
3个月日均交易额(人民币 百万)	41
净负债比率(%) (2018E)	6
主要股东(%)	
绍兴华易投资有限公司	24

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年4月27日收市价为标准

相关研究报告

《喜临门: 聚焦渠道与品牌建设, 自主品牌表现亮眼》20180411

中银国际证券股份有限公司
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

*刘凯娜为本报告重要贡献者

喜临门

自主品牌高增长, 软体矩阵促扩张

公司发布 2018 年一季报: 报告期内, 公司实现营收 8.88 亿元, 同比增长 83.57%, 实现归母净利润 5336.42 万元, 同比增长 23.63%。

支撑评级的要点

- **多品类齐驱动, 业绩表现亮眼。**报告期内, 公司实现营收 8.88 亿元, 同比增幅高达 83.57%, 其中, 自主品牌、酒店工程、ODM/OEM 业务、影视业务分别实现营收 3.2/0.6/3.3/0.6 亿元, 同比增长约 73%/40%/43%/100%, 增速亮眼, 我们认为这主要受益于公司渠道的持续拓展优化, 及品牌建设的强势推进, 包括线下门店高速扩张, 电商、集团客户、酒店工程客户、国际客户等渠道快速发展, 产品陈列及门店形象持续优化, 多种形式的广告投放及市场推广力度加大等。另外, 公司去年收购了米兰映象 51% 的股权, 今年开始并表, 18Q1 实现营收约 1.1 亿元, 贡献约 23% 营收增幅。
- **费用率降低抵消部分低毛利并表产品影响。**因 TDI、海绵等主要原材料价格上涨, 毛利率较低的米兰映象 (2017H1 毛利率为 19.78%) 并表后贡献了约 12.5% 的营收份额, 18Q1 公司毛利率同比降低 4.14% 至 31.48%。在费用率方面, 控本增效及规模效益加大助管理费用率同比降低 2.08% 至 6.68%, 广告宣传费增加使销售费用率同比提升 0.12% 至 16.01%, 借款利息增加使财务费用率同比提升 0.81% 至 1.74%, 促使期间费用率同比降低 1.15% 至 24.43%。又因联营企业浙江神灯公司亏损同比减少 114.81 万元, 助公司 18Q1 实现投资净收益 274 万元, 同比增加 412 万元, 最终净利润率同比降低 2.49% 至 6.42%。因 18Q1 政府补助较去年同期减少约 856 万元, 扣非后净利润同比增长 44.49%, 与剔除 M&D 沙发后的营收同比增速 (+58.76%) 差距缩小。
- **米兰映象并购完成, 助公司实现品类扩张, 构建品牌矩阵。**米兰映象在中国拥有 179 家 M&D Milano&design 全皮产品专卖店、89 家 M&D Casaitalia 半皮产品专卖店及 41 家 Chateaud'AX 专卖店, 今年 1 月, 米兰映象的工商变更登记手续完成, 18Q1, M&D 沙发为公司贡献营收约 1.1 亿元, 占总营收的 12.5%, 助营收同比增速提升约 23%, 外延扩张效果显著。与此同时, 公司将通过此次并购与夏图公司合作, 共同打造 M&D 百年沙发品牌, 公司也将在获得沙发业务经验支持的同时, 实现软体家居品类与品牌矩阵的进一步扩充。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅上涨; 市场竞争加剧。

估值

- 公司自去年起营销端发力, 渠道质量持续改善, 品牌影响力也随着加入央视品牌计划增加, 自主品牌业务高速发展, 控本增效成果显现, 并购米兰映象助公司进一步扩充软体产品品类及品牌矩阵, 预计 2018-2020 年每股收益 0.96/1.27/1.64 元, 同比增长 33.4%/32.7%/29.1%, 当前股价对应 18 年 PE19X, 维持 **买入** 评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	2,217	3,187	4,258	5,614	7,258
变动(%)	31	44	34	32	29
净利润(人民币 百万)	204	284	378	502	648
全面摊薄每股收益(人民币)	0.517	0.720	0.960	1.273	1.644
变动(%)	6.9	39.2	33.4	32.7	29.1
全面摊薄市盈率(倍)	34.7	24.9	18.7	14.1	10.9
价格/每股现金流量(倍)	25.3	31.8	26.3	15.3	13.8
每股现金流量(人民币)	0.71	0.56	0.68	1.17	1.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.1	17.1	11.8	9.4	7.5
每股股息(人民币)	0.399	0.486	0.676	0.845	0.939
股息率(%)	2.2	2.7	3.8	4.7	5.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 公司 2017Q1-2018Q1 业绩摘要

(百万元)	17Q1	18Q1	同比增长(%)
一、营业总收入	484	888.1	83.6
二、营业总成本	438	828	89.2
其中：营业成本	311	608.5	95.4
营业税金及附加	4	5.1	43.3
销售费用	77	142.2	84.9
管理费用	42	59.3	39.9
财务费用	4	15.5	245.5
资产减值损失	(1)	(2.6)	120.7
三、其他经营收益	(1)	2.9	(310.2)
公允价值变动收益	0	0.2	
投资收益	(1)	2.7	(298.8)
四、营业利润	45	64.9	44.8
加：营业外收入	9	0.9	(90.9)
减：营业外支出	1	0.2	(65.4)
五、利润总额	54	65.5	22.0
减：所得税	11	8.5	(19.9)
六、净利润	43	57.0	32.3
减：少数股东损益	0	3.7	(6,917.4)
七、归属母公司净利润	43	53.4	23.6
EPS	0.11	0.14	23.6
主要比率(%)			
毛利率	35.6	31.5	(11.6)
主营税金率	0.7	0.6	(21.9)
销售费率	15.9	16.0	0.7
管理费率	8.8	6.7	(23.8)
营业利润率	9.3	7.3	(21.1)
实际税率	19.8	13.0	(34.3)
净利率	8.9	6.0	(32.7)
YoY(%)			
收入增长率	38.9	83.6	115.0
营业利润增长率	46.7	44.8	(4.2)
净利润增长率	51.8	23.6	(54.4)

资料来源：公司公告，万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	2,217	3,187	4,258	5,614	7,258
销售成本	(1,397)	(2,081)	(2,719)	(3,594)	(4,656)
经营费用	(454)	(681)	(922)	(1,247)	(1,630)
息税折旧前利润	366	426	617	773	972
折旧及摊销	(61)	(70)	(104)	(101)	(100)
经营利润(息税前利润)	305	356	513	672	872
净利息收入/(费用)	(35)	(22)	(28)	(31)	(41)
其他收益/(损失)	(51)	(76)	(129)	(132)	(145)
税前利润	268	320	446	592	764
所得税	(65)	(38)	(69)	(92)	(120)
少数股东权益	0	1	2	2	3
净利润	204	284	378	502	648
核心净利润	189	283	371	494	643
每股收益(人民币)	0.517	0.720	0.960	1.273	1.644
核心每股收益(人民币)	0.480	0.717	0.940	1.254	1.630
每股股息(人民币)	0.399	0.486	0.676	0.845	0.939
收入增长(%)	31	44	34	32	29
息税前利润增长(%)	17	17	44	31	30
息税折旧前利润增长(%)	17	16	45	25	26
每股收益增长(%)	7	39	33	33	29
核心每股收益增长(%)	3	49	31	33	30

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	268	320	446	592	764
折旧与摊销	61	70	104	101	99
净利息费用	47	30	42	49	63
运营资本变动	156	686	214	420	555
税金	65	38	69	92	120
其他经营现金流	(319)	(920)	(607)	(794)	(1,091)
经营活动产生的现金流	279	223	268	460	511
购买固定资产净值	(451)	(112)	(112)	(112)	(112)
投资减少/增加	(3)	1	5	0	8
其他投资现金流	(295)	(557)	160	(10)	(26)
投资活动产生的现金流	(748)	(669)	53	(122)	(129)
净增权益	68	11	0	0	(1)
净增债务	(31)	125	0	0	0
支付股息	(158)	(191)	(267)	(333)	(370)
其他融资现金流	816	624	175	399	478
融资活动产生的现金流	695	569	(91)	65	108
现金变动	226	123	230	403	490
期初现金	237	841	1,049	1,278	1,682
公司自由现金流	(457)	(438)	335	356	404
权益自由现金流	(547)	(351)	279	289	318

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	841	1,049	1,278	1,682	2,173
应收帐款	683	1,032	1,327	1,752	2,284
库存	519	787	961	1,314	1,698
其他流动资产	266	421	529	692	916
流动资产总计	2,309	3,288	4,095	5,440	7,069
固定资产	1,107	1,109	1,145	1,180	1,212
无形资产	765	798	781	767	119
其他长期资产	166	543	377	390	1,046
长期资产总计	2,068	2,500	2,354	2,386	2,427
总资产	4,377	5,788	6,449	7,826	9,497
应付帐款	523	824	1,056	1,388	1,817
短期债务	745	1,094	1,308	1,728	2,283
其他流动负债	597	953	891	1,282	1,658
流动负债总计	1,865	2,872	3,255	4,398	5,757
长期借款	19	144	144	144	144
其他长期负债	76	27	27	27	27
股本	383	394	394	394	394
储备	2,034	2,310	2,589	2,825	3,139
股东权益	2,417	2,704	2,984	3,219	3,533
少数股东权益	(0)	41	40	38	35
总负债及权益	4,377	5,788	6,449	7,826	9,497
每股帐面价值(人民币)	6.13	6.86	7.57	8.16	8.96
每股有形资产(人民币)	4.31	4.83	5.59	6.22	8.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.20)	0.48	0.44	0.48	0.65

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.5	13.3	14.5	13.8	13.4
息税前利润率(%)	13.7	11.2	12.1	12.0	12.0
税前利润率(%)	12.1	10.0	10.5	10.5	10.5
净利率(%)	9.2	8.9	8.9	8.9	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.1	1.3	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	5.2	9.4	9.1	10.1	10.2
净权益负债率(%)	净现金	6.9	5.7	5.8	7.2
速动比率(倍)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	34.7	24.9	18.7	14.1	10.9
核心业务市盈率(倍)	37.4	25.0	19.1	14.3	11.0
目标价对应核心业务市盈	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(倍)	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0
价格/现金流(倍)	25.3	31.8	26.3	15.3	13.8
企业价值/息税折旧前利	19.1	17.1	11.8	9.4	7.5
周转率					
存货周转天数	n.a.	114.5	117.4	115.5	118.0
应收帐款周转天数	112.4	98.2	101.1	100.1	101.5
应付帐款周转天数	86.2	77.2	80.6	79.4	80.6
回报率					
股息支付率(%)	77.3	67.5	70.4	66.4	57.1
净资产收益率(%)	8.4	11.1	13.3	16.2	19.2
资产收益率(%)	5.3	6.2	7.1	8.0	8.5

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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