

消费升级与娱乐研究中心

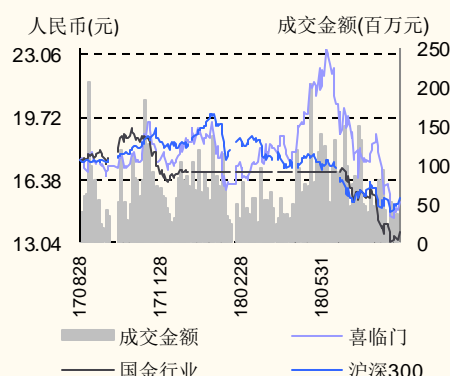
喜临门 (603008.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.16 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	319.56
总市值(百万元)	5,986.04
年内股价最高最低(元)	23.38/14.39
沪深 300 指数	3406.57
上证指数	2780.90



相关报告

- 1.《喜临门深度研究-品牌、渠道持续发力,业绩步入高速增长期》,2018.6.5
- 2.《喜临门 2017 年年报点评-自主品牌正在崛起,软体产品矩阵日丰》,2018.4.12

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

自主品牌增长良好,布局海外整合供应链

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.53	0.72	0.93	1.25	1.62
每股净资产(元)	6.31	6.86	7.66	8.52	9.92
每股经营性现金流(元)	0.73	0.56	1.23	1.18	1.45
市盈率(倍)	34	26	16	12	9
净利润增长率(%)	6.88%	39.18%	29.88%	33.85%	29.91%
净资产收益率(%)	8.43%	10.49%	12.19%	14.68%	16.37%
总股本(百万股)	382.86	394.26	394.26	394.26	394.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 上半年,公司分别实现营收/归母净利润 18.44 亿元/1.23 亿元,同比分别增长 55.62%/29.55%,实现全面摊薄 EPS0.31 元,符合预期。

经营分析

- **自主品牌延续高增,销售费率大幅提升压制业绩增速。**上半年,公司实现对米兰映像并表,贡献收入 2.2 亿元,若剔除该部分因素影响,收入增速为 37.15%,仍处在较快增长态势。从具体业务看,自主品牌实现收入 7.3 亿元,同比增长 50%,在剔除并表因素的情况下,收入占比提升 4pct.左右。其他业务上,酒店工程端增长 22%,OEM/ODM 增长 34%,各业务保持良性增长。今年作为公司的品牌年,将重塑品牌定位,并借助国家品牌计划扩大品牌影响力,目前借助 CCTV 平台传播,每月覆盖 4.5 亿人次。受品牌投放力度加强的影响,公司上半年销售费用增长 90.51%,销售费用率提升 3.22pct 达 16.69%,压制了利润的更快增长以及利润率的提高。
- **多销售渠道共同拓展。**公司上半年新开门店 280 多家(总数 1700+),M&D 新开门店 20 多家(总数 300+)。上半年单店收入达 43 万元,全年有望突破 100 万元,同店增速将超 10% (去年单店 90 万元),结合今年开店 800 家左右的规划,自主品牌基本将维持 50%左右增长。公司继天猫、京东、苏宁易购平台之外,又与新兴平台严选、云集等开启合作,拓展线上分销代运营渠道。公司开始拓展地产和长租公寓客户,中标恒大集团项目。同时,在定制家居品牌开启大家居战略的背景下,公司也开发了欧派家居、尚品宅配等重点客户,打造了新的 B 端分销渠道。
- **布局海外加强供应链整合。**公司公告,拟出资 990 万美元设立喜临门香港投资有限公司,并由其与境内全资子公司睿喜投资管理有限公司和浙江喜临门软体家具有限公司共同投资在泰国设立子公司 Saffron。设立泰国公司一方面有利于规避贸易战带来的经营风险,另一方面泰国作为天然乳胶的重要产地,有利于通过供应链整合降低原材料成本。此外,泰国人工成本较低,也有利于公司进一步形成成本壁垒。

盈利预测与投资建议

- 公司自主品牌正快速崛起,产品矩阵日渐丰富,后续软体家居业务增长动力充足。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.93/1.25/1.62 元(三年 CAGR31.2%),对应 PE 分为 16/12/9 倍,维持公司“买入”评级。

风险因素

- 原材料价格波动风险;汇率风险;床垫渗透率提升不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,687	2,217	3,187	4,123	5,299	6,784
增长率		31.4%	43.8%	29.4%	28.5%	28.0%
主营业务成本	-1,019	-1,397	-2,081	-2,686	-3,447	-4,428
%销售收入	60.4%	63.0%	65.3%	65.1%	65.1%	65.3%
毛利	668	820	1,106	1,437	1,851	2,356
%销售收入	39.6%	37.0%	34.7%	34.9%	34.9%	34.7%
营业税金及附加	-17	-20	-32	-43	-55	-70
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
营业费用	-245	-319	-463	-610	-782	-997
%销售收入	14.5%	14.4%	14.5%	14.8%	14.8%	14.7%
管理费用	-135	-161	-226	-311	-397	-505
%销售收入	8.0%	7.3%	7.1%	7.6%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	271	320	384	472	617	783
%销售收入	16.0%	14.4%	12.1%	11.5%	11.7%	11.5%
财务费用	-26	-51	-37	-45	-43	-36
%销售收入	1.6%	2.3%	1.2%	1.1%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-14	-30	-59	0	0	0
公允价值变动收益	0	17	-15	0	0	0
投资收益	4	-3	46	1	1	1
%税前利润	1.8%	n.a	14.3%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	234	254	319	429	575	749
营业利润率	13.9%	11.4%	10.0%	10.4%	10.9%	11.0%
营业外收支	8	15	1	5	5	5
税前利润	242	268	320	433	580	753
利润率	14.3%	12.1%	10.0%	10.5%	10.9%	11.1%
所得税	-51	-65	-38	-65	-87	-113
所得税率	21.3%	24.2%	11.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	190	203	282	368	493	640
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	191	204	284	368	493	640
净利率	11.3%	9.2%	8.9%	8.9%	9.3%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	190	203	282	368	493	640
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	102	124	173	97	107	118
非经营收益	33	39	21	110	62	58
营运资金变动	-39	-88	-254	-88	-196	-244
经营活动现金净流	287	279	222	487	466	573
资本开支	-218	-228	-299	-388	-81	-92
投资	-385	-200	-362	-1	0	0
其他	99	-320	-7	1	1	1
投资活动现金净流	-504	-748	-669	-388	-80	-91
股权募资	0	921	142	0	-88	0
债权募资	380	110	484	32	-6	-154
其他	-131	-337	-58	-67	-118	-131
筹资活动现金净流	250	695	569	-35	-212	-286
现金净流量	32	226	123	64	174	196

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	237	841	1,049	1,112	1,287	1,483
应收款项	597	760	1,140	1,451	1,864	2,387
存货	324	519	787	883	1,133	1,456
其他流动资产	140	189	313	189	241	309
流动资产	1,298	2,309	3,288	3,635	4,526	5,634
%总资产	40.3%	52.8%	56.8%	57.0%	62.4%	67.6%
长期投资	38	43	75	76	75	75
固定资产	1,014	1,134	1,256	1,313	1,363	1,408
%总资产	31.5%	25.9%	21.7%	20.6%	18.8%	16.9%
无形资产	838	844	881	1,356	1,286	1,219
非流动资产	1,926	2,068	2,500	2,747	2,726	2,705
%总资产	59.7%	47.2%	43.2%	43.0%	37.6%	32.4%
资产总计	3,224	4,376	5,788	6,382	7,251	8,339
短期借款	653	866	1,226	1,259	1,254	1,100
应付款项	769	889	1,515	1,683	2,160	2,773
其他流动负债	74	109	131	207	268	344
流动负债	1,496	1,865	2,872	3,149	3,682	4,217
长期贷款	50	19	144	144	144	145
其他长期负债	338	76	27	26	25	23
负债	1,884	1,960	3,043	3,319	3,851	4,385
普通股股东权益	1,340	2,417	2,704	3,022	3,359	3,912
少数股东权益	0	0	41	41	41	41
负债股东权益合计	3,224	4,376	5,788	6,382	7,251	8,339

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.61	0.53	0.72	0.93	1.25	1.62
每股净资产	4.25	6.31	6.86	7.66	8.52	9.92
每股经营现金净流	0.91	0.73	0.56	1.23	1.18	1.45
每股股利	0.15	0.05	0.00	0.13	0.17	0.22
回报率						
净资产收益率	14.23%	8.43%	10.49%	12.19%	14.68%	16.37%
总资产收益率	5.91%	4.66%	4.90%	5.77%	6.80%	7.68%
投入资本收益率	10.44%	7.35%	8.24%	8.99%	10.93%	12.81%
增长率						
主营业务收入增长率	30.75%	31.39%	43.76%	29.36%	28.51%	28.03%
EBIT 增长率	116.35%	18.30%	19.97%	22.85%	30.75%	26.87%
净利润增长率	103.01%	6.88%	39.18%	29.88%	33.85%	29.91%
总资产增长率	62.19%	35.75%	32.25%	10.26%	13.63%	15.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	91	100	98	116	116	116
存货周转天数	95	110	115	120	120	120
应付账款周转天数	120	121	118	110	110	110
固定资产周转天数	178	182	127	108	92	78
偿债能力						
净负债/股东权益	34.78%	1.19%	11.64%	9.44%	3.25%	-6.04%
EBIT 利息保障倍数	10.3	6.3	10.4	10.6	14.3	21.9
资产负债率	58.45%	44.78%	52.57%	52.00%	53.10%	52.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	6	8	26
增持	1	2	2	3	11
中性	1	1	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.57	1.60	1.54	1.46

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-29	买入	19.04	N/A
2	2016-10-28	买入	22.40	N/A
3	2017-04-24	买入	20.76	N/A
4	2017-05-22	买入	16.17	N/A
5	2017-07-31	买入	19.17	N/A
6	2018-04-12	买入	18.25	N/A
7	2018-06-05	买入	23.10	25.50~26.50

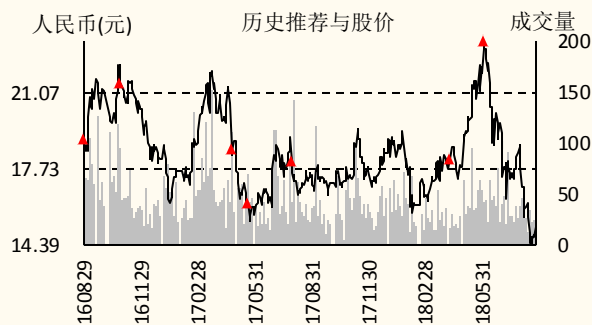
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH