

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/家具

喜临门 (603008.SH)

维持评级

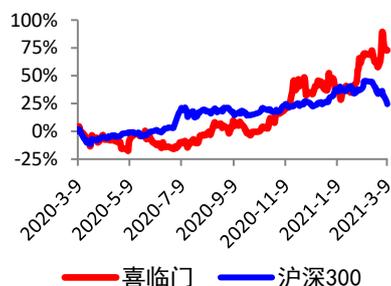
报告原因：公司公告

Q4 营收、净利润增长超 40%，聚焦主业深耕研发和渠道 买入

2021 年 3 月 9 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 3 月 9 日

| | |
|----------------|-------------|
| 收盘价(元): | 22.55 |
| 年内最高/最低(元): | 10.28/24.96 |
| 流通 A 股/总股本(亿): | 3.87/3.87 |
| 流通 A 股市值(亿): | 87 |
| 总市值(亿): | 87 |

基础数据：2020 年 12 月 31 日

| | |
|-----------|--------|
| 基本每股收益 | 0.80 |
| 摊薄每股收益: | 0.80 |
| 每股净资产(元): | 7.59 |
| 净资产收益率: | 11.20% |

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】喜临门 (603008.SH)：出售影视子公司 60%股权，加码研发+渠道 聚焦家具主业》2021-1-6

事件描述

- 喜临门发布 2020 年年度报告：2020 年，公司实现营业收入 56.23 亿元，同比增长 15.43%；归属于上市公司股东的净利润 3.13 亿元，同比下降 17.61%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.13 亿元，同比增长 18.35%；基本每股收益 0.80 元。业绩略超预期。
- 喜临门拟投资 3 亿元设立子公司：基于公司战略规划和业务发展需要，并结合公司目前的产能布局，公司拟出资 3 亿元人民币设立全资子公司江西喜临门，负责建设江西萍乡新生产基地。

事件点评

- 2020 年公司业绩逐季向好，Q4 营收、归母净利润增速环比大幅提升。2020Q4，公司实现营业收入 21.70 亿元，同比增长 42.80%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 43.34%；实现扣非后归母净利润 1.46 亿元，同比增长 1532.19%。Q4 边际改善显著。公司 2020Q1/Q2/Q3 营业收入增速分别为-13.58%/3.98%/12.78%；归母净利润增速分别为-331.38%/-25.32%/2.47%；扣非后归母净利润增速分别为-433.95%/-21.27%/15.83%，Q4 营收、归母净利润、扣非净利润增速环比分别增加 30.02、40.87、1516.36 个百分点。
- 毛利率、净利率承压下降，期间费用率有所下降。报告期内，公司毛利率、净利率分别为 33.76%、6.24%，较去年同期变化-0.99、-2.23pct。销售期间费用率为 24.44%，较去年同期降低 0.48pct。其中，销售费用率 16.13% (-0.54pct)；管理费用率 7.03% (+0.21pct)；财务费用率 1.27% (-0.16pct)。分品类来看，报告期内，民用家具、酒店家具和影视剧销售业务毛利率分别为 35.18%、18.97%、26.49%，同比分别变化-1.37、-2.87、+15.23pct，其中，民用家具的床垫、软床及配套产品、沙发毛利率分别为 36.74%、35.47%、28.41%，分别同比变化-1.85、-1.62、+1.81pct。
- 公司软床、沙发和内销业务表现亮眼。报告期内，床垫销售收入为 285,494.17 万元，占总营业收入 50.77%，同比上年增长 4.50%，软床及配套产品实现收入 142,328.90 万元，同比上年增长 37.34%，系公司改善产品，提升门店形象，同时加大广告宣传投放，实现传统渠道和新渠道双跑道销售增长所致；沙发收入 71,754.49 万元，同比上年增长 15.88%，主要系沙发产品系列的增加，国内门店销售能力提升所致；木质家具营业收入



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

30,270.30 万元，同比上年下降 10.56%，主要系本期受疫情影响，酒店和房地产客户的订单放缓；2020 年内销主营占总营业收入的 84.90%，较上年增长 26.32%；受疫情影响，本期外销主营占总营业收入的 14.15%，较上年下降 25.74%。

➤ **持续发力研发创新，全新推出的智能床垫 Smart1 成为床垫行业拥有专利最多的一款产品，抗菌防螨产品已全面推向市场。**2020 年 9 月，喜临门发布全新智能床垫 Smart1，其 SmartWave 护脊深睡系统是历时研发 9 年，内部迭代 5 代产品的成果，其中包含了 107 项专利技术，其中 8 项国际发明专利，成为床垫行业拥有专利最多的一款产品。据中国标准化研究院人类工效学实验室数据显示，在随机双盲测试中，使用该系统的用户，平均整晚翻身次数减少 50%，深度睡眠时间平均提升 17min。此外，公司于 2020 年 3 月上线的首款拥有双核抗菌防螨技术的自清洁抗菌床垫，取得了美国杜邦 Intellifresh 技术在床垫产品独家授权和瑞士 Sanitized（山宁泰）授权，已通过 KOL 线上直播、专卖店线下销售等渠道全面推向市场。

➤ **与华住、涂鸦智能三方联手，紧抓酒店数字化升级的机遇，发力 B 端渠道智能家居系统和“AI 深睡生态”。**2020 年 9 月，喜临门与华住集团和涂鸦智能签订战略合作协议，三方共同发布了打造未来睡眠生态圈的战略构想，有望让喜临门“深睡体验”延展到酒店场景；同时喜临门睡眠数据也将与涂鸦智能 AI+IoT 平台打通，未来 SmartWave 护脊深睡系统将实现万物互联，促使整个睡眠场景智能化，对 C 端销售也可以起到推广和带动作用。全球已有包括希尔顿、假日等 500 多家级酒店使用喜临门产品，除此之外，公司还与宜家、美国沃尔玛、日本宜得利等众多家居巨头达成战略合作伙伴关系。

➤ **深入推进线上线下渠道融合，稳居各大电商平台床垫类目销售榜第一。**在自主品牌线下零售端，公司开展大商培育和霸主计划，2020 年净增加门店 643 家（含分销专卖店）；在全国重点城市投入额外资源，“一城一策”培育扶持，辅助重点客户成为当地软体品牌霸主；同时在全国 88 个城市成功引入当地家居建材头部品牌的实力大商，与公司携手发展。市场营销方面，全年开展大促活动 11 场，实现零售大幅提升，并积极探索互联网新营销模式，全年开展直播 1783 场，实现订单 4 万余单。根据公司双 11 战报显示，2020 年双 11 期间，公司在天猫、京东、苏宁全平台销售额突破 7.12 亿，连续 4 年蝉联天猫床垫类目销售额第一、连续 8 年位居京东床垫类目销售额第一。

投资建议

➤ 预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 3.91、5.20、6.99 亿元，同比增长 24.73%、33.11%、34.43%，对应 EPS 为 1.00/1.33/1.79 元，PE 为 22.57/16.95/12.61 倍，维持“买入”评级。



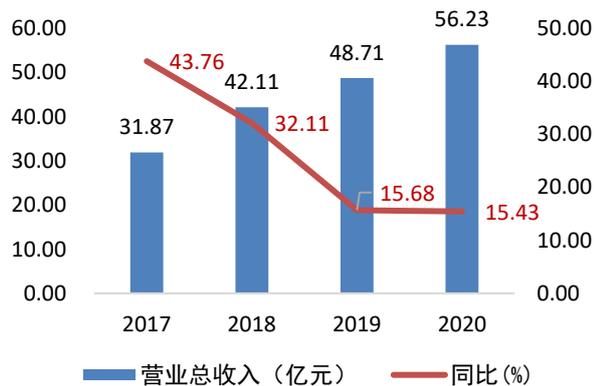
存在风险

- 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新品销售不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险。

| 会计年度 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 4,871.40 | 5,623.29 | 5,949.44 | 6,853.76 | 7,744.75 |
| 同比增长 | 15.68% | 15.43% | 5.80% | 15.20% | 13.00% |
| 归母净利润（百万元） | 380.41 | 313.40 | 390.92 | 520.34 | 699.47 |
| 同比增长 | -186.80% | -17.61% | 24.73% | 33.11% | 34.43% |
| 每股收益（元） | 0.97 | 0.81 | 1.00 | 1.33 | 1.79 |
| PE | 23.19 | 27.88 | 22.57 | 16.95 | 12.61 |
| PB | 3.32 | 2.97 | 2.63 | 2.28 | 1.97 |

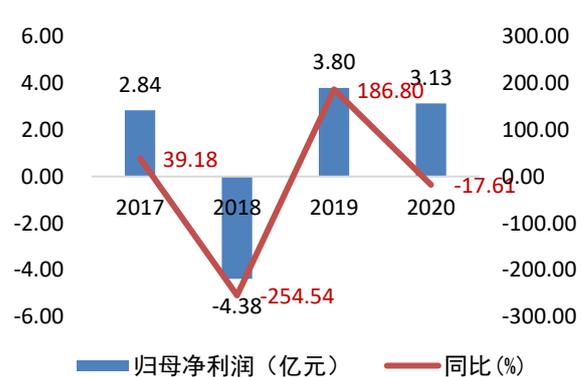
数据来源：wind、山西证券研究所

图：喜临门近三年一期营业收入及同比增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

图：喜临门近三年一期净利润及同比增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

表：报告期内公司各品牌的盈利情况（单位：万元）

| 品牌 | 营业收入 | 毛利率 (%) | 营业收入比上年增减 (%) | 毛利率比上年增减 (%) |
|-----|------------|---------|---------------|--------------|
| 喜临门 | 298,501.35 | 47.39 | 22.81 | -2.13 |
| M&D | 41,899.48 | 38.49 | 8.90 | 2.58 |
| 夏图 | 10,977.51 | 21.31 | 25.58 | -7.29 |
| 非品牌 | 178,469.53 | 12.09 | -2.12 | -4.95 |

资料来源：山西证券研究所、喜临门 2020 年报

表：报告期内公司实体门店情况

| 门店类型 | 上年末数量 (家) | 本年度新开 (家) | 本年度关闭 (家) | 本年末数量 (家) |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 喜临门专卖店 | 2,168 | 621 | 449 | 2,340 |
| M&D 专卖店 | 399 | 106 | 55 | 450 |
| Chateau d'Ax 专卖店 | 53 | 6 | 6 | 53 |
| 合计 | 2,620 | 733 | 510 | 2,843 |

资料来源：山西证券研究所、喜临门 2020 年报

表：报告期内公司各销售渠道的盈利情况（单位：万元）

| 销售渠道 | 营业收入 | 毛利率 (%) | 营业收入比上年增减 (%) | 毛利率比上年增减 (%) |
|------|------------|---------|---------------|--------------|
| 门店合计 | 241,197.66 | 48.14 | 31.63 | -3.11 |
| 经销店 | 241,197.66 | 48.14 | 31.63 | -3.11 |
| 大宗业务 | 221,378.12 | 13.38 | -7.66 | -5.69 |
| 线上销售 | 67,272.08 | 53.14 | 35.55 | -3.47 |
| 合计 | 529,847.86 | 34.25 | 12.11 | -1.24 |

资料来源：山西证券研究所、喜临门 2020 年报



| 利润表 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 财务指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 4,871.4 | 5,623.3 | 5,949.4 | 6,853.8 | 7,744.7 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 3,178.4 | 3,724.9 | 3,980.2 | 4,574.9 | 5,150.3 | 营业收入增长率 | 15.7% | 15.4% | 5.8% | 15.2% | 13.0% |
| 营业税费 | 38.9 | 40.6 | 55.3 | 56.6 | 68.0 | 营业利润增长率 | -217.7% | -14.8% | 12.1% | 32.0% | 34.5% |
| 销售费用 | 812.3 | 907.1 | 1,010.2 | 1,156.9 | 1,277.9 | 净利润增长率 | -456.1% | 4.2% | -24.3% | 27.7% | 41.9% |
| 管理费用 | 209.9 | 270.8 | 354.0 | 404.4 | 387.2 | EBITDA增长率 | -302.9% | 4.1% | -28.8% | 34.9% | 34.4% |
| 财务费用 | 69.5 | 71.6 | -10.0 | 1.0 | 1.0 | EBIT增长率 | -235.4% | -10.8% | -7.4% | 36.3% | 33.8% |
| 资产减值损失 | -2.5 | -19.3 | -10.0 | 9.0 | -5.7 | NOPLAT增长率 | -186.8% | -17.6% | 24.7% | 33.1% | 34.4% |
| 加:公允价值变动收益 | 22.9 | -19.1 | -79.8 | -1.5 | 5.1 | 投资资本增长率 | 1.4% | -9.1% | 22.9% | 18.5% | 7.9% |
| 投资和汇兑收益 | -9.3 | -5.5 | 0.3 | -2.6 | -1.2 | 净资产增长率 | 17.7% | 10.3% | 12.9% | 14.5% | 15.1% |
| 营业利润 | 512.9 | 437.1 | 490.2 | 646.9 | 870.0 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -0.3 | -10.0 | -5.2 | -7.6 | -6.4 | 毛利率 | 34.8% | 33.8% | 33.1% | 33.3% | 33.5% |
| 利润总额 | 512.6 | 427.1 | 485.0 | 639.3 | 863.6 | 营业利润率 | 10.5% | 7.8% | 8.2% | 9.4% | 11.2% |
| 减:所得税 | 100.1 | 76.1 | 94.1 | 119.0 | 164.1 | 净利润率 | 7.8% | 5.6% | 6.6% | 7.6% | 9.0% |
| 净利润 | 380.4 | 313.4 | 390.9 | 520.3 | 699.5 | EBITDA/营业收入 | 15.8% | 14.2% | 10.2% | 11.3% | 14.2% |
| 资产负债表 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | EBIT/营业收入 | 13.3% | 12.0% | 8.1% | 9.5% | 11.2% |
| 货币资金 | 1,048.0 | 1,452.9 | 1,304.1 | 1,225.5 | 1,543.3 | 投资回报率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | 88.1 | 81.5 | 1.0 | - | 5.0 | ROE | 14.3% | 10.7% | 11.7% | 13.4% | 15.6% |
| 应收帐款 | 1,304.5 | 851.1 | 1,620.0 | 1,866.3 | 2,108.9 | ROA | 6.2% | 4.6% | 4.7% | 5.8% | 7.0% |
| 应收票据 | - | 108.9 | - | - | - | ROIC | 15.1% | 13.3% | 13.5% | 15.0% | 16.9% |
| 预付帐款 | 79.1 | 76.3 | 174.4 | 200.4 | 225.6 | 费用率 | | | | | |
| 存货 | 1,150.9 | 798.5 | 545.2 | 626.7 | 705.5 | 销售费用率 | 16.7% | 16.1% | 17.0% | 16.9% | 16.5% |
| 其他流动资产 | 164.3 | 1,748.9 | 1,801.4 | 1,855.4 | 1,911.1 | 管理费用率 | 4.3% | 4.8% | 6.0% | 5.9% | 5.0% |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 财务费用率 | 1.4% | 1.3% | -0.2% | 0.0% | 0.0% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 22.4% | 22.2% | 22.8% | 22.8% | 21.5% |
| 长期股权投资 | 11.5 | 14.8 | 14.8 | 14.8 | 14.8 | 运营效率 | | | | | |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 105 | 104 | 110 | 114 | 117 |
| 固定资产 | 1,612.1 | 1,631.5 | 1,992.2 | 2,362.2 | 2,657.7 | 流动资产周转天数 | 265 | 287 | 320 | 295 | 285 |
| 在建工程 | 45.9 | 46.2 | 124.2 | 243.2 | 235.9 | 应收帐款周转天数 | 98 | 69 | 53 | 53 | 58 |
| 无形资产 | 249.2 | 257.4 | 242.7 | 228.0 | 213.3 | 存货周转天数 | 118 | 94 | 61 | 46 | 67 |
| 其他非流动资产 | 200.3 | 150.4 | 154.9 | 159.6 | 164.3 | 总资产周转天数 | 467 | 455 | 479 | 454 | 442 |
| 资产总额 | 6,657.5 | 7,563.9 | 8,264.6 | 9,015.7 | 9,981.1 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期借款 | 1,574.1 | 1,409.9 | 1,492.5 | 1,492.5 | 1,492.2 | 资产负债率 | 56.8% | 58.1% | 56.7% | 54.5% | 52.7% |
| 应付票据 | 422.6 | 377.9 | 399.9 | 460.6 | 520.5 | 负债权益比 | 131.5% | 138.4% | 130.8% | 119.8% | 111.5% |
| 应付账款 | 1,112.8 | 1,297.3 | 1,444.7 | 1,660.6 | 1,869.4 | 流动比率 | 1.09 | 1.21 | 1.18 | 1.19 | 1.25 |
| 其他流动负债 | 71.7 | 55.6 | 58.4 | 61.3 | 64.4 | 速动比率 | 0.76 | 1.02 | 1.06 | 1.06 | 1.11 |
| 长期借款 | 175.6 | 90.2 | - | - | - | 现金流量利息保障倍数 | 44.64 | 234.21 | | | |
| 其他非流动负债 | 71.7 | 55.6 | 58.4 | 61.3 | 64.4 | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 负债总额 | 3,781.3 | 4,391.5 | 4,683.4 | 4,914.1 | 5,261.6 | EPS(元) | 0.97 | 0.81 | 1.00 | 1.33 | 1.79 |
| 股本 | 391.1 | 387.4 | 391.2 | 391.2 | 391.2 | BVPS(元) | 6.79 | 7.59 | 8.56 | 9.89 | 11.47 |
| 资本公积与留存收益 | 899.3 | 1,193.9 | 1,584.8 | 2,105.2 | 2,734.7 | PE(X) | 23.2 | 27.9 | 22.6 | 17.0 | 12.6 |
| 少数股东权益 | 221.4 | 231.4 | 231.4 | 231.4 | 231.4 | PB(X) | 3.3 | 3.0 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| 股东权益 | 2,876.2 | 3,172.3 | 3,581.3 | 4,101.6 | 4,719.5 | P/FCF | 18.7 | 24.9 | -29.5 | -67.2 | 23.8 |
| 现金流量表 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | P/S | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |
| 净利润 | 412.5 | 351.0 | 390.9 | 520.3 | 699.5 | EV/EBITDA | 8.5 | 9.2 | 14.8 | 11.8 | 8.0 |
| 加:折旧和摊销 | 54.8 | 58.0 | - | - | - | CAGR(%) | 8.1% | 25.8% | -197.3% | 8.1% | 25.8% |
| 资产减值准备 | 175.7 | 185.5 | 126.0 | 126.0 | 226.8 | PEG | 288.0% | 107.9% | -11.4% | 210.6% | 48.8% |
| 公允价值变动损失 | -22.9 | 19.1 | -79.8 | -1.5 | 5.1 | | | | | | |
| 财务费用 | 79.5 | 74.1 | -10.0 | 1.0 | 1.0 | | | | | | |
| 投资收益 | 11.6 | 5.5 | -0.3 | 2.6 | 1.2 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 32.1 | 37.6 | - | - | - | | | | | | |
| 营运资金的变动 | -183.9 | -732.0 | -179.4 | -124.9 | -21.6 | | | | | | |
| 经营活动产生现金流量 | 498.5 | 740.0 | 247.4 | 523.5 | 911.9 | | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -281.0 | -98.5 | -389.2 | -601.1 | -511.2 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -167.1 | -69.0 | -89.6 | -1.0 | -82.5 | | | | | | |

数据来源: wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

