

2021年07月18日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

喜临门(603008)轻工制造

买入(首次)

当前价: 29.39元

目标价: 37.50元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 发力全渠道营销, 自主品牌零售快速发展

### 投资要点

- **事件:** 公司近期发布21年半年度业绩预告, 我们对公司的核心逻辑重新梳理: 1) 疫情下软体行业小品牌出清速度加快, 头部品牌抓住机遇快速开店, 测算20年四家软体上市公司合计市占率同比提升3pp至13.5%, 竞争格局优化; 2) 公司近年发力品牌营销, 自主品牌增长亮眼且毛利率较高, 随着自主品牌占比提升, 有望拉动整体毛利率上行; 3) 加速渠道扩张, 优化加盟商体系, 21年-23年计划每年新增800-1000家门店, 存在较大的渠道红利。
- **疫情后行业格局优化, 龙头市占率加速提升。** 床垫具有标品属性, 规模优势显著, 行业可达到较高集中度。疫情后床垫头部企业加快拓店步伐, 进一步挤压小品牌市场空间, 头部市占率有望加速提升。根据我们测算, 20年四家软体上市公司合计市占率同比提升3pp至13.5%, 行业格局进一步优化。
- **发力品牌推广, 自主品牌增长亮眼, 拉动整体毛利率上行。** 公司通过冠名热门综艺、发力线上营销、与头部主播合作切入直播新零售渠道等方式, 对目标群体进行精准营销, 拓展品牌影响力成效显著, 2021年618公司电商总销量达3.6亿(+145%)。此外, 公司自主品牌毛利率达45-50%, 高于大宗渠道15%-20%的毛利率水平, 随着自主品牌占比提升, 对整体毛利率起到拉动作用, 盈利能力有望改善。
- **品类系列进一步丰富, 产品价格带向下延伸, 降维打击小品牌。** 目前公司线下品牌有11个系列, 其中: 1) 可尚系列沙发优化设计后, 20年实现翻倍增长。考虑到沙发与床垫在渠道端可实现互相引流, 摊薄获客成本, 在采购端可以共享海绵等原材料供应链, 放大采购规模优势, 看好沙发新品类与床垫发挥协同作用, 逐渐贡献重要收入增量; 2) 喜眠系列以性价比打开下沉市场, 在低线城市有较大开店空间, 同时得益于品牌优势, 在地方性卖场拿店顺利; 低线城市店租成本低, 喜眠系列门店盈利能力也较为突出, 对标地方性小厂品牌力及供应链优势突出。
- **加盟商体系优化, 渠道加速扩张。** 聚焦家居主业后公司渠道拓张步伐加快, 20年净开门店643家, 21年-23年公司保持较快的开店节奏, 计划每年新增800-1000家门店, 23年之后有望突破6000家, 渠道红利充分; 拓店的同时单店仍保持增长态势, 20年单店收入同比增长22%; 同时优化加盟体系, 管理狼性, 扶持优秀经销商在当地建立头部优势, 提升销售团队整体竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.25元、1.55元、1.92元, 对应PE分别为24、19、15倍。考虑到公司21-23年加速拓店, 自主品牌占比持续提升, 给予21年30倍估值, 对应目标价37.5元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险, 门店拓展进度不及预期的风险, 行业竞争加剧的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5623.29	6840.09	8124.41	9617.29
增长率	15.43%	21.64%	18.78%	18.38%
归属母公司净利润(百万元)	313.40	483.57	600.48	742.47
增长率	-17.61%	54.29%	24.18%	23.65%
每股收益EPS(元)	0.81	1.25	1.55	1.92
净资产收益率ROE	11.07%	13.97%	4.96%	15.77%
PE	36	24	19	15
PB	3.87	3.33	2.85	2.41

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

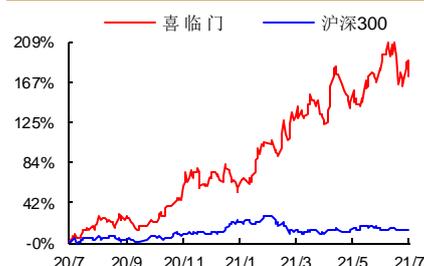
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 赵兰亭

电话: 023-67511807

邮箱: zht@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.87
流通A股(亿股)	3.87
52周内股价区间(元)	10.9-33.24
总市值(亿元)	113.86
总资产(亿元)	68.64
每股净资产(元)	7.81

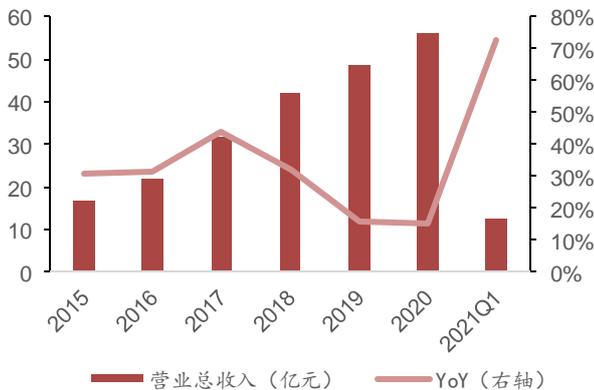
### 相关研究

## 1 剥离影视业务，主业盈利能力显著提升

**床垫龙头剥离影视业务，聚焦家具主业。**公司主要专注于以床垫为核心产品的高品质客卧家具，形成了以喜临门品牌为主，净眠、法师曼、艾尔娜、Chateau d'Ax、M&D Milano&Design 等品牌为辅的多风格多层次的品牌体系，倾力满足不同消费者的个性化需求。为了聚焦主业，公司在 2020 年 12 月 29 日与绍兴岚越影视合伙企业(有限合伙)签署股权转让协议，转让公司所持有的晟喜华视公司股权，将资源集中投入家具业务，致力于坚持创新研发、提高规模化生产力和增加产品与服务的附加值。

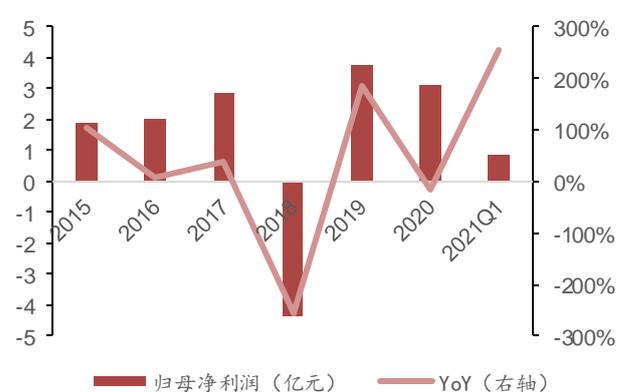
**经营改革推动收入稳步提升，盈利能力持续修复。**收入端来看，2015 年-2020 年，公司营业收入从 16.9 亿元增长至 56.2 亿元，复合年均增长率达 27.2%，2020 年同比增长率为 15.4%，营收的高速增长得益于主营业务营销模式的快速调整、抗菌新品的全面推广和线上线下渠道的不断扩张。利润端来看，18-20 年公司净利润波动较大，18 年由于影视业务计提 2.9 亿商誉减值准备，及自主品牌业务增长缓慢，18 年公司净利润为-4.4 亿元，还原商誉减值影响后，18 年公司净利润为-1.5 亿元；19 年受益于国家减税降费政策、原材料下降及费用管控扭亏为盈；20 年受疫情影响公司归母净利润为 3.1 亿元，同比下降 17.6%。21 年来看，根据公司发布的业绩预告，预计 21 年上半年实现归母净利润 2.15 亿元至 2.2 亿元，同比增加 406%到 417%，相比 19 年增加 31%-34%。剔除去年同期影视业务因素，家具主营业务净利润同比预计增幅为 1372%至 1406%，主营业务盈利能力恢复到正常轨道。

图 1：2015-2021Q1 公司营收及增速



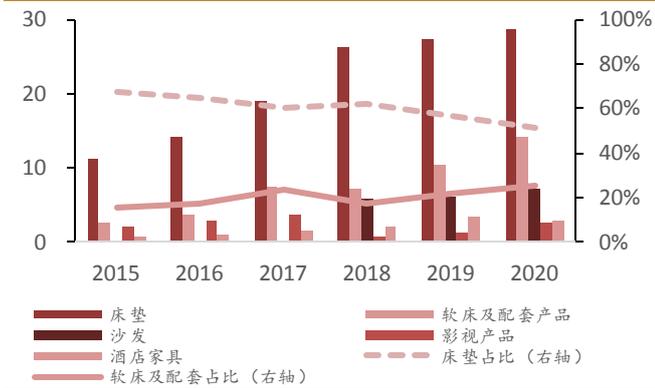
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2015-2021Q1 公司归母净利润及增速

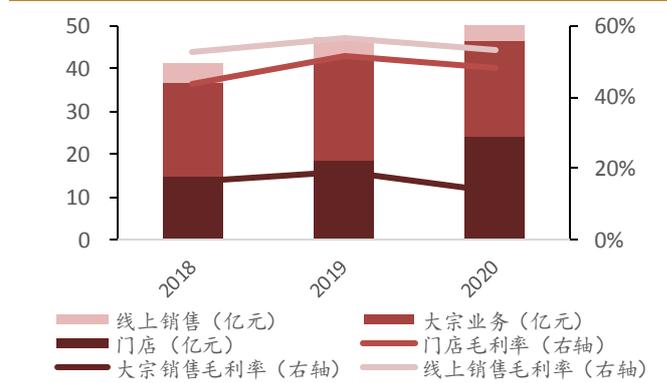


数据来源：公司公告，西南证券整理

**围绕床垫深耕软体家居领域，零售业务快速发展占比提升。**分品类来看，20 年公司软体家具主营产品收入均实现较快增长，床垫/软床/沙发/酒店家具营业收入分别为 28.5 亿元/14.2 亿元/7.2 亿元/3 亿元，同比+4.5%/+37.3%/+15.9%/-10.6%，其中床垫对营收的贡献维持在 50% 以上。分渠道来看，公司线上及线下零售增长较快，20 年门店/电商/大宗业务分别实现营收 24.1 亿元/6.7 亿元/22.1 亿元，同比+31.6%/+35.5%/-7.8%，零售业务快速发展。

**图 3：2015-2020 喜临门营收产品结构变化 (亿元)**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 4：2015-2020 公司分渠道营收及毛利率变化**


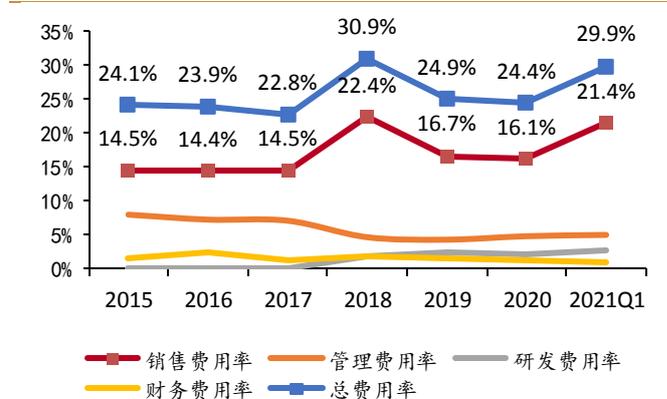
数据来源：公司年报，西南证券整理

**软体产品毛利率整体稳定，自主品牌零售拉动整体毛利率提升。**2015 年-2020 年，公司毛利率从 39.6% 降至 33.8%，主要由于影视业务毛利率的大幅下滑。分品类来看，各产品毛利率主要受原材料价格波动影响，其中占比最高的床垫业务近年毛利率较为稳定，软床和沙发的毛利率有所改善。2020 年床垫/软床/沙发毛利率达到 36.7%/35.5%/28.4%，同比 -1.9pp/-1.6pp/+1.8pp。分渠道来看，公司自主品牌零售渠道毛利率较高，2020 年线上/门店/大宗毛利率分别为 53.1%/48.1%/13.3%，预计伴随零售渠道占比提升，有望拉动公司毛利率结构性改善。分区域来看，公司一直以来布局全球市场，在国内主要发展自主品牌，内销占比也逐年提升。2020 年内销较上年增长 26.3%，占总营业收入比例达到 84.9%；外销较上年下降 25.7%，占总营业收入的 14.2%。

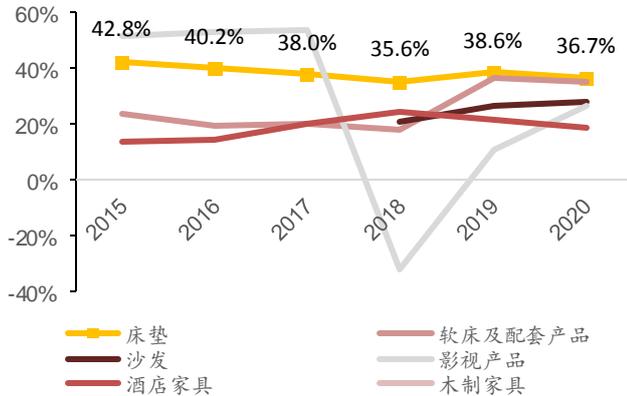
**加大销售费用投放，强化营销网络优势。**公司近年降本控费效果良好，20 年各项费用率合计为 24.4% (-0.5pp)。其中销售费用率在各项费用中占比最大，19-20 年公司销售费用率维持在较高水平，20 年销售费用率为 16.1%，主要由于公司持续进行广告宣传和电商平台的营销投放，强化自主品牌知名度并积极布局直播新零售等渠道；随着股权激励费用摊销减少，管理费用率趋于稳定，20 年管理费用率为 4.8% (+0.5pp)；另外，公司近年来不断进行家具产品升级并开发智能睡眠产品，研发费用保持较高投入，2020 年研发费用率为 2.2%。

**图 5：2015-2021Q1 公司毛利率及扣非归母净利率**

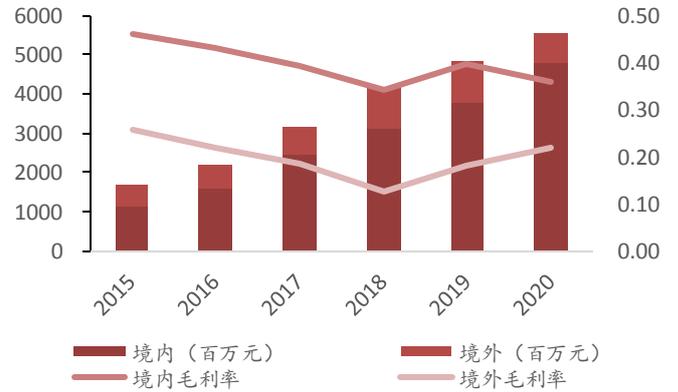

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：2015-2021Q1 公司费用率变化**


数据来源：公司公告，西南证券整理

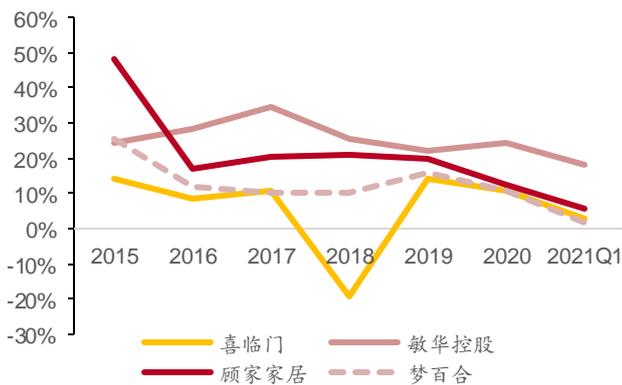
**图 7：2015-2020 公司各产品毛利率变化**


数据来源：公司年报，西南证券整理

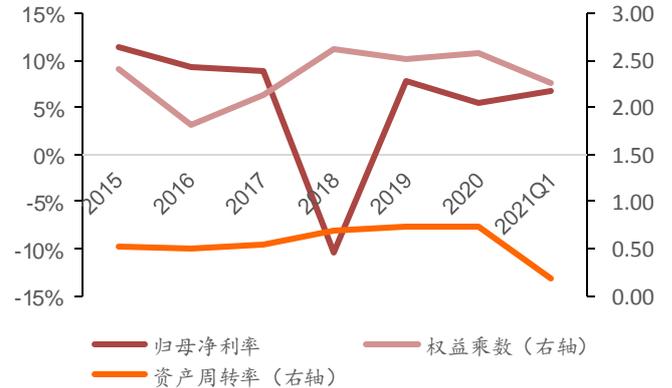
**图 8：2015-2020 公司内外销毛利率变化**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**盈利能力向好，ROE 回归正常水平。**19-20 年公司 ROE 逐渐向行业平均水平回归，主要是由于公司专注主营业务后净利率企稳；18 年后公司的资产周转率和权益乘数相对平稳，20 年权益乘数约为 2.6，资产负债结构处于合理水平。预计伴随公司聚焦主业，重点发力自主品牌，品牌影响力进一步扩大，盈利能力有望持续改善。

**图 9：喜临门与可比公司摊薄 ROE 对比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：喜临门摊薄 ROE 拆分**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：21 年 TDI 等原材料价格处于相对高位，22-23 年企稳，假设 21-23 年公司床垫毛利率为 35.8%、36%、36.2%；

假设 2：门店保持较快扩张节奏，21-23 年新增门店数量分别达到 800 家以上。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入成本拆分

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
营业收入	5623.3	6840.1	8124.4	9617.3
yoy	15.4%	21.6%	18.8%	18.4%
营业成本	3724.9	4536.3	5367.2	6329.4
毛利率	33.8%	33.7%	33.9%	34.2%
<b>床垫</b>				
收入	2854.9	3711.4	4379.5	5124.0
yoy	4.5%	30%	18%	17%
成本	1806.0	2,382.7	2802.9	3269.1
毛利率	36.7%	35.8%	36.0%	36.2%
<b>软床及配套产品</b>				
收入	1423.3	1821.8	2186.2	2623.4
yoy	37.3%	28%	20%	20%
成本	918.5	1,184.2	1,416.6	1,692.1
毛利率	35.5%	35.0%	35.2%	35.5%
<b>沙发</b>				
收入	717.5	932.8	1166.0	1457.5
yoy	15.9%	30%	25%	25%
成本	513.7	667.0	830.2	1034.8
毛利率	28.4%	28.5%	28.8%	29.0%
<b>酒店家具/木质家具</b>				
收入	302.7	317.8	333.7	350.4
yoy	-10.6%	5%	5%	5%
成本	245.3	257.4	270.3	283.8
毛利率	19.0%	19%	19%	19%
<b>影视产品</b>				
收入	271.3	0.0	0.0	0.0

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
yoy	117.4%			
成本	199.4			
毛利率	26.5%			
<b>其他</b>				
收入	53.5	56.2	59.0	62.0
yoy	159.8%	5%	5%	5%
成本	42.0	45.0	47.2	49.6
毛利率	21.5%	20%	20%	20%

数据来源：公司公告，西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取软体家居龙头企业顾家家居、梦百合为可比公司，考虑到公司 21-23 年加速拓店，自主品牌占比提升，行业格局持续优化，给予 21 年 30 倍估值，对应目标价 37.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603816.SH	顾家家居	71	2.57	3.12	3.77	27.62	22.76	18.81
603313.SH	梦百合	22.19	1.25	1.73	2.26	17.71	12.85	9.81
平均值						22.66	17.81	14.31

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5623.29	6840.09	8124.41	9617.29	净利润	351.02	513.85	644.20	801.84
营业成本	3724.93	4536.28	5367.24	6329.45	折旧与摊销	185.50	189.34	189.34	189.34
营业税金及附加	40.56	51.78	61.11	66.36	财务费用	71.56	45.13	16.07	14.46
销售费用	907.14	1162.82	1389.27	1634.94	资产减值损失	-19.34	0.00	0.00	0.00
管理费用	270.81	410.41	495.59	586.65	经营营运资本变动	6.43	470.68	93.95	-48.62
财务费用	71.56	45.13	16.07	14.46	其他	144.81	-0.93	1.73	-1.82
资产减值损失	-19.34	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>740.00</b>	<b>1218.07</b>	<b>945.29</b>	<b>955.18</b>
投资收益	-5.55	6.00	8.00	10.00	资本支出	293.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-19.06	-5.07	-9.73	-8.18	其他	-392.00	0.93	-1.73	1.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-98.50</b>	<b>0.93</b>	<b>-1.73</b>	<b>1.82</b>
<b>营业利润</b>	<b>437.15</b>	<b>634.59</b>	<b>793.39</b>	<b>987.25</b>	短期借款	-164.19	-1359.29	-50.60	0.00
其他非经营损益	-10.02	-4.95	-5.86	-6.25	长期借款	-85.46	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>427.13</b>	<b>629.65</b>	<b>787.53</b>	<b>981.00</b>	股权融资	-34.09	0.00	0.00	0.00
所得税	76.11	115.80	143.33	179.17	支付股利	-18.75	-11.41	-16.82	-22.67
净利润	351.02	513.85	644.20	801.84	其他	233.50	-69.93	-16.07	-14.46
少数股东损益	37.62	30.28	43.72	59.36	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-68.99</b>	<b>-1440.64</b>	<b>-83.49</b>	<b>-37.12</b>
归属母公司股东净利润	313.40	483.57	600.48	742.47	<b>现金流量净额</b>	<b>572.51</b>	<b>-221.65</b>	<b>860.07</b>	<b>919.88</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1452.86	1231.22	2091.28	3011.16	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1036.25	1656.73	1871.10	2177.12	销售收入增长率	15.43%	21.64%	18.78%	18.38%
存货	798.54	1195.87	1326.82	1599.32	营业利润增长率	-14.77%	45.17%	25.02%	24.44%
其他流动资产	1830.40	223.76	250.47	281.51	净利润增长率	-14.90%	46.39%	25.37%	24.47%
长期股权投资	14.77	14.77	14.77	14.77	EBITDA 增长率	-8.42%	25.19%	14.93%	19.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1677.62	1534.73	1391.84	1248.95	毛利率	33.76%	33.68%	33.94%	34.19%
无形资产和开发支出	452.56	421.16	389.77	358.37	三费率	22.22%	23.66%	23.40%	23.25%
其他非流动资产	300.87	285.82	270.77	255.73	净利率	6.24%	7.51%	7.93%	8.34%
<b>资产总计</b>	<b>7563.88</b>	<b>6564.06</b>	<b>7606.83</b>	<b>8946.93</b>	ROE	11.07%	13.97%	14.96%	15.77%
短期借款	1409.89	50.60	0.00	0.00	ROA	4.64%	7.83%	8.47%	8.96%
应付和预收款项	1875.22	2381.01	2790.34	3285.67	ROIC	10.20%	14.60%	18.56%	22.61%
长期借款	90.16	90.16	90.16	90.16	EBITDA/销售收入	12.35%	12.71%	12.29%	12.38%
其他负债	1016.27	364.89	421.55	487.15	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4391.54</b>	<b>2886.66</b>	<b>3302.04</b>	<b>3862.98</b>	总资产周转率	0.79	0.97	1.15	1.16
股本	387.42	387.42	387.42	387.42	固定资产周转率	3.47	4.38	5.73	7.55
资本公积	1362.26	1362.26	1362.26	1362.26	应收账款周转率	5.93	6.65	5.87	6.11
留存收益	1193.92	1666.07	2249.73	2969.54	存货周转率	3.82	4.55	4.26	4.33
归属母公司股东权益	2940.96	3415.75	3999.41	4719.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.62%	—	—	—
少数股东权益	231.38	261.66	305.38	364.74	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3172.33</b>	<b>3677.41</b>	<b>4304.78</b>	<b>5083.96</b>	资产负债率	58.06%	43.98%	43.41%	43.18%
负债和股东权益合计	7563.88	6564.06	7606.83	8946.93	带息债务/总负债	34.16%	4.88%	2.73%	2.33%
					流动比率	1.21	1.57	1.76	1.90
					速动比率	1.02	1.14	1.33	1.47
					股利支付率	5.98%	2.36%	2.80%	3.05%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	694.21	869.06	998.80	1191.05	每股收益	0.81	1.25	1.55	1.92
PE	36.33	23.55	18.96	15.34	每股净资产	7.59	8.82	10.32	12.18
PB	3.87	3.33	2.85	2.41	每股经营现金	1.91	3.14	2.44	2.47
PS	2.02	1.66	1.40	1.18	每股股利	0.05	0.03	0.04	0.06
EV/EBITDA	16.18	11.58	9.16	6.91					
股息率	0.16%	0.10%	0.15%	0.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn