

自主零售继续强势发力，看好床垫龙头份额提升

喜临门(603008)

评级:	买入	股票代码:	603008
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	33.88/11.53
目标价格:		总市值(亿)	105.22
最新收盘价:	27.16	自由流通市值(亿)	105.22
		自由流通股数(百万)	387.42

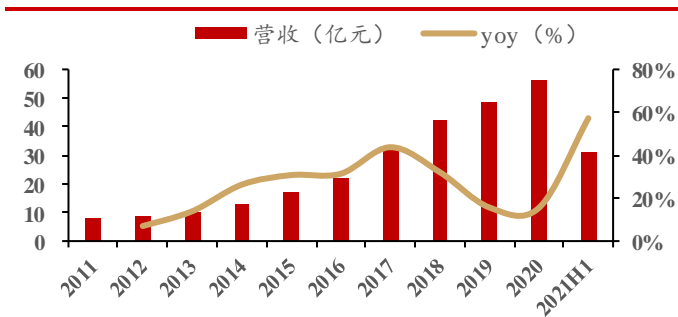
事件概述

喜临门发布2021年半年报，2021年H1公司实现营收31.07亿元，同比增长57.25%；归母净利润2.18亿元，同比增长412.17%；扣非后净利为1.78亿元，同比增长421.94%。2021Q2单季度公司实现营收18.57亿元，同比增长48.40%，归母净利润1.33亿元，同比增长37.53%；扣非后净利为1.34亿元，同比增长39.60%。公司业务在Q2持续快速发展。2021年H1，公司实现EPS0.56元/股，较2020年H1的0.11元/股增长409.09%，业绩符合预期。

收入端：自主零售强势发力，线上业务提升亮眼

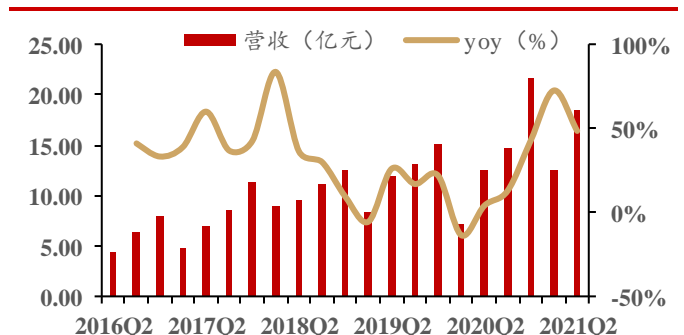
2021年H1，公司营收同比增长57%，剔除影视业务后较2019年H1/2020年H1分别+58%/+68%。1)家具业务分业务来看，公司自主品牌实现收入19.92亿元，较2019年H1/2020年H1分别+98%/+107%，表现亮眼；其中线下营收15.70亿元，较2019年H1/2020年H1分别+88%/+114%，线上营收4.22亿元，较2019年H1/2020年H1分别+141%/+87%，公司618天猫卧室家具、京东床垫类目及天猫床垫类目均销量第一，全网粉丝数增至617万人。公司自主品牌/代加工业务2021年H1实现营收2.01亿元/9.14亿元，同比+8%/+30%。2)门店方面，截至2021年6月底，公司已拥有2576家喜临门专卖店、898家喜眠分销专卖店、489家M&D Milano&Design沙发专卖店、以及54家Chateau d'Ax客厅家具专卖店，线下渠道稳步拓展，助力公司未来收入增长。此外，公司与华为、京东、步步高、大润发等品牌达成战略合作，积极布局商超、家电、家装融合店等更加便捷的成交场景，目前新渠道成效初显，已为公司带来营收增量。

图1 公司营业收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图2 公司单季度营业收入

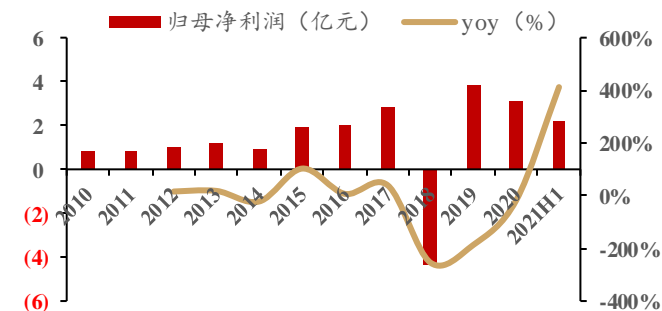


资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

利润端：费用把控能力提升，生产规模优势逐步显现。

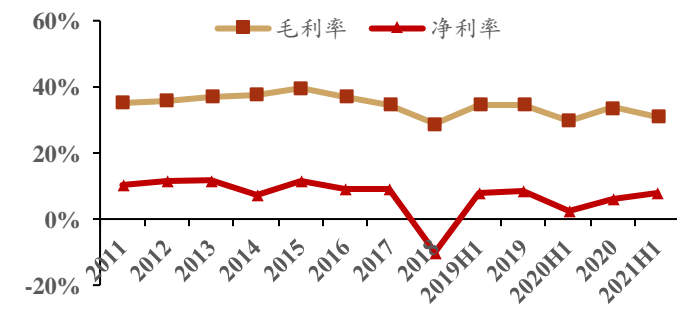
公司 2021H1 实现净利润 2.18 亿元，同比增长 412.17%，利润端加速释放业绩。2021 年 Q2 实现净利润 1.33 亿元，同比增长 37.53%、较 2019 年 Q2 增长 2.70%。2021 年 H1 公司实现毛利率 30.98%、同比提升 1.09pct，净利率 7.81%、同比提升 5.26pct。剔除影视业务公司 2021 年 H1 毛利率 35.17%、较 2019 年 H1+1.96pct，归母净利率 7.00%、较 2019 年 H1+1.18pct，扣非净利率 5.72%、较 2019 年 H1+0.54pct。公司 2021 年 H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率为 15.92%/6.51%/0.83%，同比下降 0.28pct/1.98pct/1.63pct，主要系报告期内把握行业发展机遇，加大品牌端投入，充分发挥生产规模和渠道优势的同时费用把控能力提升所致。剔除影视业务后公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 20.11%/4.07%/0.83%。

图 3 公司归母净利润



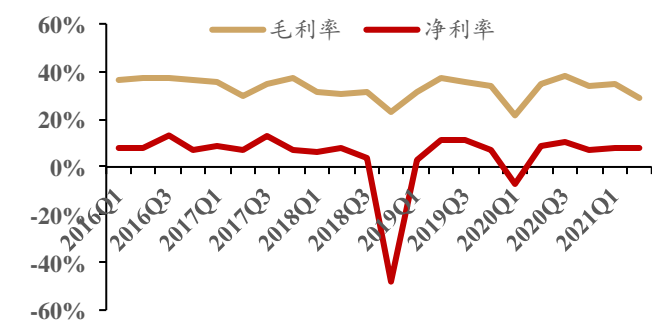
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 公司毛利率/净利率 (%)



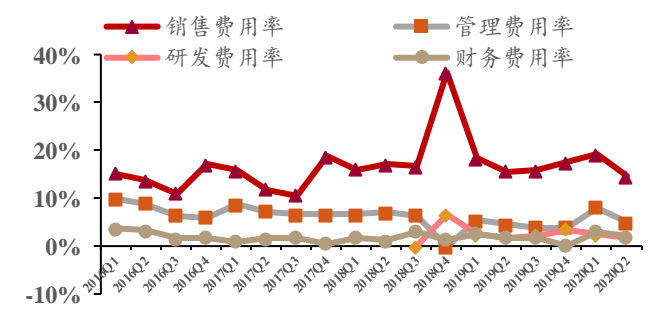
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 公司单季度毛利率/净利率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 公司单季度期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

► **把握床垫行业集中度提升主线，看好公司供应链整合份额提升。**

长期来看，床垫行业集中度确定性提升，主要原因系 1) 目前国内床垫行业集中度较美国提升空间显著。据 FurnitureToday，2019 年美国床垫行业 CR5 为 69.40%，中国 CR5 (15.99%)，不及美国的四分之一；2) 现在国内床垫行业发展已迈过“床垫即席梦思”的舶来品阶段，国内床垫龙头发布白皮书塑造消费者心智强化品牌效应，如 2021 年 3 月 19 日喜临门联合中国睡眠研究会发布《2021 喜临门中国睡眠指数报告》，提出“人的一生需要 8 张床垫”的主张深入人心；3) 疫情加速中小产能出清；4) 我国城镇居民可支配收入提高，床垫更换频率提高、叠加消费升级，有望加速具备获客引流、品牌研发、生产经营、渠道布局、价格传导优势的床垫龙头进一步擷取份额。

公司方面，1) 已完成数字化转型，实现了 SAP Hybris DMS、SAP Hybris EC、SAP S/4、制造执行 MES、供应商管理系统 SRM 上线运作，供应链管理更高效智能；2) 国内东南西北中七大生产基地全域布局，海外设立泰国生产基地，加快订单响应速度，降低生产成本。

投资建议

我们认为公司未来将受益于行业集中度提升以及公司自主品牌新产品的推出、直播带货等新电商模式以及产业生态圈的打造，我们维持公司 2021-2023 年的盈利预测，营收分别为 68.54/80.87/93.00 亿元，归母净利润分别为 4.72/5.86/7.11 亿元。2021-2023 年 EPS 分别为 1.22/1.51/1.84 元，继续给予“买入”评级。

风险提示

(1) 需求大幅下滑；(2) 新产品市场推广不及预期；(3) 行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,871	5,623	6,854	8,087	9,300
YoY (%)	15.7%	15.4%	21.9%	18.0%	15.0%
归母净利润(百万元)	380	313	472	586	711
YoY (%)	186.8%	-17.6%	50.6%	24.2%	21.3%
毛利率 (%)	34.8%	33.8%	33.4%	33.7%	33.8%
每股收益 (元)	0.98	0.81	1.22	1.51	1.84
ROE	14.3%	10.7%	13.8%	14.6%	15.0%
市盈率	27.66	33.57	22.29	17.94	14.80

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

分析师: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,623	6,854	8,087	9,300	净利润	351	523	652	790
YoY (%)	15.4%	21.9%	18.0%	15.0%	折旧和摊销	186	125	122	122
营业成本	3,725	4,563	5,360	6,155	营运资金变动	53	-607	108	47
营业税金及附加	41	52	61	70	经营活动现金流	740	64	857	933
销售费用	907	1,165	1,391	1,583	资本开支	-158	-33	-5	-5
管理费用	271	324	384	429	投资	69	0	0	0
财务费用	72	32	-1	-14	投资活动现金流	-98	-44	-17	-19
资产减值损失	-19	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-6	-12	-12	-14	债务募资	1,890	-1,410	0	0
营业利润	437	641	797	962	筹资活动现金流	-69	-1,456	-4	-4
营业外收支	-10	0	0	4	现金净流量	573	-1,437	836	910
利润总额	427	641	797	966					
所得税	76	118	145	176	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	351	523	652	790	成长能力				
归属于母公司净利润	313	472	586	711	营业收入增长率	15.4%	21.9%	18.0%	15.0%
YoY (%)	-17.6%	50.6%	24.2%	21.3%	净利润增长率	-17.6%	50.6%	24.2%	21.3%
每股收益	0.81	1.22	1.51	1.84	盈利能力				
					毛利率	33.8%	33.4%	33.7%	33.8%
					净利率率	6.2%	7.6%	8.1%	8.5%
					总资产收益率 ROA	4.1%	6.6%	7.0%	7.4%
					净资产收益率 ROE	10.7%	13.8%	14.6%	15.0%
					偿债能力				
					流动比率	1.21	1.44	1.57	1.70
					速动比率	0.62	0.54	0.74	0.92
					现金比率	0.34	0.00	0.22	0.41
					资产负债率	58.1%	48.5%	47.7%	46.4%
					经营效率				
					总资产周转率	0.74	0.95	0.97	0.97
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.81	1.22	1.51	1.84
					每股净资产	7.59	8.83	10.36	12.21
					每股经营现金流	1.91	0.16	2.21	2.41
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	33.57	22.29	17.94	14.80
					PB	2.55	3.08	2.62	2.22

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,453	16	852	1,762
预付款项	76	129	135	156
存货	799	1,275	1,455	1,629
其他流动资产	2,790	3,367	3,565	3,818
流动资产合计	5,118	4,787	6,007	7,365
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	1,631	1,533	1,435	1,337
无形资产	257	306	335	367
非流动资产合计	2,446	2,396	2,327	2,261
资产合计	7,564	7,183	8,334	9,626
短期借款	1,410	0	0	0
应付账款及票据	1,675	2,118	2,479	2,837
其他流动负债	1,161	1,217	1,348	1,486
流动负债合计	4,246	3,335	3,827	4,322
长期借款	90	90	90	90
其他长期负债	56	56	56	56
非流动负债合计	146	146	146	146
负债合计	4,392	3,481	3,972	4,468
股本	387	387	387	387
少数股东权益	231	282	348	427
股东权益合计	3,172	3,702	4,361	5,158
负债和股东权益合计	7,564	7,183	8,334	9,626

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：

戚志圣：

杨维维：

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。