

公司研究/公告点评

2017年12月01日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 17.87
合理价格区间(元): 23.30~25.40

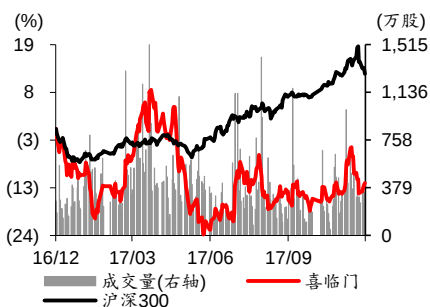
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 0755-82492080
联系人 zhang_qian@htsc.com

相关研究

- 1《喜临门(603008,买入): 加速成长的床垫龙头》2017.11
- 2《喜临门(603008,买入): 发行可转债, 产能再加码》2017.11
- 3《喜临门(603008,买入): “喜”报传来, 增长持续》2017.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

收购米兰映像，拓宽产品矩阵

喜临门(603008)

事件：喜临门拟收购米兰映像 51%股权

根据公司12月1日公告，喜临门拟以作价4470.9万美元购买 SOFALAND 持有的嘉兴米兰映像家具有限公司（以下简称“米兰映像”）51%股权。米兰映像主要产品为 M&D 中高端沙发，并且在中国境内独家代理意大利原装进口 Chateau d'Ax 系列产品，2016 年营收 3.7 亿元，净利润 1873 万元；2017 年 1-8 月份营收 2.6 亿元，净利润 886 万元。

收购拓宽产品矩阵，获取优质经销商入口

此次收购计划是喜临门扩充产品品类的重要举措，公司原有沙发业务正处于初步推广阶段，若收购成功，米兰映像沙发业务上先进的设计和运营能力将为公司原有沙发业务的开展提供经验支持；进而有望助力公司打造床垫、软床和沙发全品类的软体家居矩阵。渠道方面，截至 2017 年前三季度公司自主品牌线下终端总共铺设了 1250 家门店，米兰映像优质的经销商体系也将为公司渠道开拓提供新的入口。

借助喜临门渠道和本土经营经验，米兰映像有望加速发展

据收购计划公告披露信息，米兰印象在国内拥有 179 家 M&D 全皮产品、89 家半皮产品以及 41 家 Chateau d'Ax 专卖店。若米兰映像和喜临门牵手成功，我们认为，M&D 品牌亦有望借助喜临门渠道和本土运营经验实现快速发展：1) M&D 门店主要布局在一二线城市，喜临门三四线渠道体系将成为 M&D 品牌在国内作渠道深耕的资源；2) 外资品牌在国内的发展或多或少受制于文化的牵制，喜临门丰富的本土经营经验亦将为外资品牌的 M&D 在国内的经营拓展提供支撑。

行业整合开启，扩张步伐加快

我们认为，国内床垫行业已经迎来了整合期，企业能否在这个窗口期建立良好的品牌形象、形成足够的规模优势和技术上的护城河，决定了企业能否在下一个五年做大做强。家居消费品中床垫的需求更侧重功能属性，且生产的标准化和自动化程度更高，集中度提升逻辑更为顺畅。这使得龙头企业规模优势更显著，这个逻辑已经在成熟市场中得到了验证。喜临门在近期加大了品牌、渠道、研发、产能等方面的投入，我们认为，公司在这个时期加速扩张符合行业发展逻辑，有望为长期健康发展奠定先发优势。

看好长期发展前景，维持“买入”评级

渠道端持续发力将助力公司在床垫行业整合过程中持续扩张市场份额；此外，此次收购计划若成功，公司有望实现从床垫龙头向软体家居龙头的迈进。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73/1.06/1.56 元/股。根据我们的预测，公司 2017-2019 年业绩复合增长率为 45%，给予喜临门 2018 年业绩 22-24 倍 PE 估值，目标价 23.3-25.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产销售大幅下滑，原材料涨价超预期；收购进展不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	394.26
流通 A 股 (百万股)	315.00
52 周内股价区间 (元)	15.55-22.20
总市值 (百万元)	7,045
总资产 (百万元)	5,011
每股净资产 (元)	6.62

资料来源: 公司公告

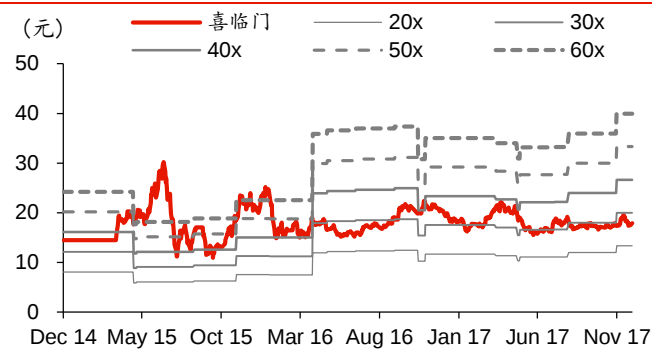
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,687	2,217	3,237	4,633	6,317
+/-%	30.75	31.39	46.01	43.12	36.33
归属母公司净利润 (百万元)	190.64	203.76	287.53	417.33	615.15
+/-%	103.01	6.88	41.11	45.15	47.40
EPS (元, 最新摊薄)	0.48	0.52	0.73	1.06	1.56
PE (倍)	36.05	33.72	23.90	16.47	11.17

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

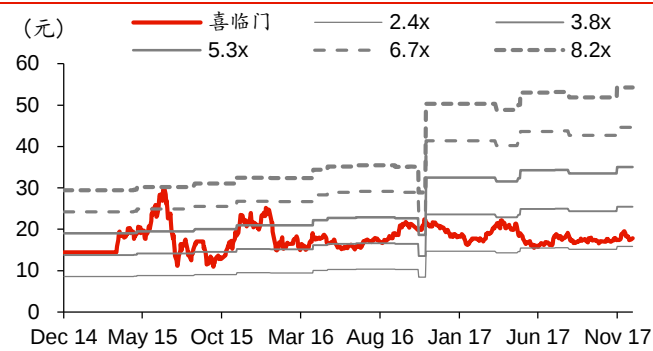
PE/PB - Bands

图表1: 喜临门历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 喜临门历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,298	2,309	2,919	3,803	5,009
现金	236.71	840.60	947.55	1,047	1,605
应收账款	528.86	682.78	808.04	1,156	1,261
其他应收账款	56.95	46.36	67.69	96.88	132.08
预付账款	107.34	131.80	201.15	279.59	377.35
存货	323.60	519.14	792.34	1,101	1,486
其他流动资产	44.31	88.31	102.72	122.42	146.19
非流动资产	1,926	2,068	2,119	2,170	2,219
长期投资	37.78	43.28	43.28	43.28	43.28
固定投资	823.56	1,107	1,160	1,219	1,272
无形资产	125.44	131.18	136.72	142.07	147.24
其他非流动资产	939.29	786.12	778.83	766.32	755.77
资产总计	3,224	4,376	5,039	5,974	7,227
流动负债	1,496	1,865	2,259	2,805	3,483
短期借款	652.81	744.58	744.58	744.58	744.58
应付账款	401.65	523.36	701.13	974.54	1,315
其他流动负债	441.81	596.77	813.39	1,086	1,424
非流动负债	387.90	94.86	94.86	94.86	94.86
长期借款	49.80	19.00	19.00	19.00	19.00
其他非流动负债	338.10	75.86	75.86	75.86	75.86
负债合计	1,884	1,960	2,354	2,900	3,578
少数股东权益	0.03	(0.24)	(0.24)	(0.24)	(0.24)
股本	315.00	382.86	394.26	394.26	394.26
资本公积	466.59	1,320	1,320	1,320	1,320
留存公积	558.05	714.56	970.97	1,360	1,935
归属母公司股	1,340	2,417	2,685	3,074	3,649
负债和股东权益	3,224	4,376	5,039	5,974	7,227

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	286.58	279.14	331.40	338.15	808.01
净利润	190.64	203.76	287.53	417.33	615.15
折旧摊销	87.45	94.35	108.33	108.75	111.85
财务费用	26.41	50.98	42.02	48.48	46.26
投资损失	(4.34)	2.70	2.70	2.70	2.70
营运资金变动	10.08	(235.08)	(109.17)	(239.11)	32.06
其他经营现金	(23.67)	162.43	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(503.91)	(748.44)	(162.73)	(162.73)	(162.73)
资本支出	221.11	228.39	160.03	160.03	160.03
长期投资	282.80	520.06	2.70	2.70	2.70
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	249.62	695.08	(61.73)	(76.30)	(86.63)
短期借款	395.51	91.77	0.00	0.00	0.00
长期借款	49.80	(30.80)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	67.86	11.40	0.00	0.00
资本公积增加	(0.14)	853.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(195.55)	(286.83)	(73.13)	(76.30)	(86.63)
现金净增加额	32.30	225.78	106.95	99.13	558.66

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,687	2,217	3,237	4,633	6,317
营业成本	1,019	1,397	2,133	2,964	4,001
营业税金及附加	17.43	19.83	28.95	41.43	56.49
营业费用	245.38	318.70	420.01	671.81	915.90
管理费用	134.80	160.93	234.97	347.49	473.74
财务费用	26.41	50.98	42.02	48.48	46.26
资产减值损失	14.49	29.62	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.48	(16.64)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.34	(2.70)	(2.70)	(2.70)	(2.70)
营业利润	233.76	253.71	345.96	527.04	790.90
营业外收入	11.77	17.76	20.00	10.00	10.00
营业外支出	3.97	3.10	2.00	2.00	2.00
利润总额	241.56	268.37	363.96	535.04	798.90
所得税	51.42	64.89	76.43	117.71	183.75
净利润	190.14	203.48	287.53	417.33	615.15
少数股东损益	(0.50)	(0.28)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	190.64	203.76	287.53	417.33	615.15
EBITDA	358.26	414.72	529.00	716.97	981.70
EPS (元, 基本)	0.48	0.52	0.73	1.06	1.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	30.75	31.39	46.01	43.12	36.33
营业利润	117.61	8.54	36.36	52.34	50.06
归属母公司净利润	103.01	6.88	41.11	45.15	47.40
获利能力 (%)					
毛利率	38.58	36.08	33.23	35.13	35.77
净利率	11.30	9.19	8.88	9.01	9.74
ROE	14.23	8.43	10.71	13.57	16.86
ROIC	7.94	4.84	8.10	10.59	13.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.45	44.78	46.72	48.54	49.51
净负债比率 (%)	34.78	1.84	(2.33)	(5.26)	(19.74)
流动比率	0.87	1.24	1.29	1.36	1.44
速动比率	0.65	0.96	0.94	0.96	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.51	0.64	0.78	0.87
应收账款周转率	4.01	3.66	4.34	4.72	5.23
应付账款周转率	3.04	3.02	3.48	3.54	3.49
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.52	0.73	1.06	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.71	0.84	0.86	2.05
每股净资产(最新摊薄)	3.40	6.13	6.81	7.80	9.26
估值比率					
PE (倍)	36.05	33.72	23.90	16.47	11.17
PB (倍)	5.13	2.84	2.56	2.24	1.88
EV_EBITDA (倍)	19.18	16.57	12.99	9.58	7.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com