

轻工制造

2020年10月20日

喜临门 (603008)

—— 2020年三季报点评：家具业务收入增速明显恢复，盈利大幅改善

报告原因：有业绩公布需要点评

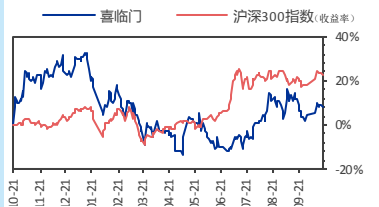
买入 (维持)

市场数据：	2020年10月19日
收盘价(元)	13.16
一年内最高/最低(元)	16.42/10.32
市净率	1.8
息率(分红/股价)	0.38
流通A股市值(百万元)	5098
上证指数/深证成指	3312.67/13421.20

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2020年09月30日
每股净资产(元)	7.25
资产负债率%	54.30
总股本/流通A股(百万)	387/387
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《家居行业跟踪点评——关注下半年地产竣工产业链弹性，家居布局正当时》
2020/08/11

《2020下半年轻工造纸行业投资策略——看好竞争格局优化，布局竣工产业链弹性》
2020/06/25

证券分析师

周迅 A0230520070001
zhouxun@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告 2020年三季报，业绩符合我们预期：2020年前三季度实现收入 34.53 亿元，同比增长 3.0%，归母净利润 1.80 亿元，同比下降 37.3%，扣非归母净利润 1.68 亿元，同比下降 34.5%，经营性现金流量净额 1.34 亿元，累计转正；其中 2020Q3 实现收入 14.77 亿元，同比增长 12.8%，归母净利润 1.38 亿元，同比增长 2.5%，扣非归母净利润 1.34 亿元，同比增长 15.8%，经营性现金流量净额 3.30 亿元，同比增长 93%，Q3 现金流大幅改善。**
- **自主品牌提速显著，全渠道积极推进。2020Q1-3 自主品牌（含 M&D 和夏图）实现收入 17.7 亿元，同比增长 11%，Q3 实现 8.1 亿元，同比增长 28%，自主品牌销售情况明显回暖。截至 2020Q3，喜临门全系列门店（含分销店、M&D 和夏图）共 3331 家，对比 2020 年初净增长 331 家。新冠肺炎疫情期间中小品牌经销商抗压能力较差，公司趁势把握优质门店位置，传统 KA 渠道、分销渠道同步推进，支撑喜临门品牌快速向四、五、六线城市拓展下沉，深挖我国床垫渗透率提升空间。除了门店数的外延扩张外，公司还注重提升经营质量：1) 精准营销，理性投放费用，配合区域、促销产品、时间点进行精准明星活动；2) 产品瘦身，淘汰低贡献度的 SKU，针对个别区域提供特供款，解决前端营销和后端生产的问题。我们预期随疫情影响逐渐消退，零售订单进入集中交付期，预计业绩将延续改善势头。**
- **代工业务逐季恢复中。2020Q1-3 公司代工业务实现收入约 12.5 亿元，同比下降 2%，Q3 实现 5.5 亿元，同比增长 13%，环比增长 30%。随全球疫情缓和、美国 7 月家具零售数据 V 型反弹后，公司国内和出口代工业务均有恢复。我们预期公司全年代工业务增速有望实现正增长。**
- **盈利能力大幅改善，报表质量提升。2020Q1/Q2/Q3 公司综合毛利率分别为 21.6%/34.7%/38.2%，同比-9.6pct/-2.5pct/+2.6pct；净利率分别为-7.5%/8.4%/10.2%，逐季改善，主要受益于：1) 主业家具销售明显回暖，带动费用率降低、净利率大幅提升，Q1/Q2/Q3 分别为-13.3%/7.1%/9.4%。我们认为公司家具业务中自主品牌业务具有较强品牌力，毛利率较高，未来随自主品牌零售占比提升，将持续带动盈利结构改善（自主品牌销售占比从 20Q1 的 34%提升至 20Q3 的 55%）。2) 后端制造精益，模块化生产减少冗余 SKU，提升规模效应。3) 期间费用率 Q1/Q2/Q3 分别为 32.7%/23.3%/25.5%。随公司收入端改善，期间费用率明显下降。此外公司整体资产负债率从 2019 年的 56.8% 下降至 20Q3 末的 54.3%；现金回款情况在 Q3 大幅改善，单季实现经营性现金流量净额 3.3 亿元，同比增长 93%，拉动全年现金流回正。**
- **影视业务占比进一步缩小。2020Q1-3 影视业务实现收入约 1.3 亿元，净利润约 2600 万元，占收入和利润分别为 4%和 14%，对公司整体业绩影响大幅减小。**

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	4,871	3,453	5,113	5,658	6,294
同比增长率(%)	15.7	3.0	5.0	10.6	11.3
归母净利润(百万元)	380	180	341	440	528
同比增长率(%)	-	-37.3	-10.3	28.8	20.1
每股收益(元/股)	0.97	0.47	0.88	1.14	1.36
毛利率(%)	34.8	33.4	36.2	35.3	36.1
ROE(%)	14.3	6.4	11.4	12.9	13.5
市盈率	14		15	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- **家具主业明显回暖，盈利能力得到大幅修复。公司抓经营质量+多元渠道为未来打下坚实基础，业绩重回稳健发展。未来随自主品牌业务占比提升，盈利、报表质量、增速仍有提升空间。**多品类扩张，依托米兰映像补充中高端产品，完善产品梯度。床垫行业渗透率和更换频率仍有较大提升空间，对标海外床垫行业，我国床垫集中度具备大幅提升潜力。基于新冠肺炎疫情对公司 20Q1-Q2 的内外销产生较大冲击，我们下调公司 2020-2021 年 EPS 至 0.88 元、1.14 元(原为 1.18 元、1.39 元)，新增 2022 年 EPS 为 1.36 元的盈利预测，归母净利润分别为 3.41、4.40、5.28 亿元，YOY 分别为 (-10.3%、28.8%、20.1%)，目前股价(13.16 元/股)对应 PE 分别为 15 倍、12 倍和 10 倍，估值处于家居板块底部，业绩逐季改善，维持买入。

财务摘要

百万元，百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,211	4,871	5,113	5,658	6,294
其中：营业收入	4,211	4,871	5,113	5,658	6,294
减：营业成本	2,997	3,178	3,264	3,658	4,022
减：税金及附加	33	39	41	45	50
主营业务利润	1,182	1,654	1,808	1,955	2,222
减：销售费用	942	812	849	962	1,051
减：管理费用	197	210	245	272	315
减：研发费用	82	122	112	124	126
减：财务费用	81	69	107	86	103
经营性利润	-120	440	495	511	627
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	0	-55	-126	8	5
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-345	-2	0	0	0
加：投资收益及其他	29	130	54	32	37
营业利润	-436	513	422	550	668
加：营业外净收入	1	0	0	-4	0
利润总额	-435	513	422	546	668
减：所得税	-11	100	76	98	120
净利润	-424	412	346	448	548
少数股东损益	14	32	5	8	20
归属于母公司所有者的净利润	-438	380	341	440	528
全面摊薄总股本	395	391	387	387	387
每股收益(元)	-1.13	0.98	0.88	1.14	1.36

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。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。