

强烈推荐-A (维持)

喜临门 603008.SH

目标估值: 15 元
当前股价: 12.68 元
2019 年 10 月 17 日

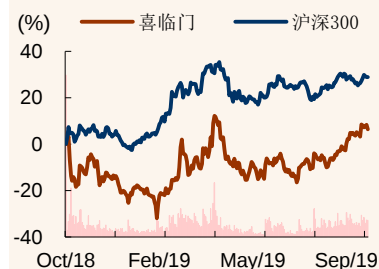
业绩略超预期, 内销稳健增长

基础数据

上证综指	2977
总股本(万股)	39486
已上市流通股(万股)	38742
总市值(亿元)	50
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	-12.0
资产负债率	55.3%
主要股东	绍兴华易投资有限公司
主要股东持股比例	21.47%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-3	1
相对表现	12	1	-26



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《喜临门(603008)——修炼内功: 精耕细作、谋求进取》2019-08-11
- 2、《喜临门(603008)——自主品牌建设效果渐显, 终端零售快速增长》2018-04-13
- 3、《喜临门(603008)——业绩符合预期, 品牌建设助力销售增长》2017-10-31

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件:

公司公布 2019 年三季报, 实现营业收入 33.5 亿元, 同比增长 13.1%, 归母净利润 2.86 亿元, 同比增长 80.3%, 扣非净利润 2.56 亿元, 同比增长 84.2%。其中单三季度实现收入 13.1 亿, 增长 17%, 利润 1.34 亿, 增长 268%。

评论:

1、业绩略超预期, 国内销售稳健增长

公司已经形成了以“喜临门”品牌为核心的多层次品牌体系, 旗下拥有“净眠”、“云眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“可尚”、“爱倍”、“城市爱情”等产品系列, 以及意大利沙发品牌“Chateau d'Ax”、“M&D Milano&design”、“M&D Casaitalia”, 丰富的品牌矩阵; 2019 年 Q3 收入增长高达 13%, 其中三季度实现收入 13.1 亿, 增长达到 17% 水平。因公司前几年终端门店开发较多, 预计后续培育成熟后收入增长仍将加快。

2、成本大幅回落带动毛利率提升, 加速业绩表现

公司主要成本是 TDI、乳胶以及钢材制成弹簧等产品, 2016 年起 TDI 和钢材等原料大幅上涨, 导致企业毛利率从 40% 的高位回落到 2018 年 28% 的水平, 但 2019 年起原材料价格普遍回调, 其中 TDI 产品甚至回调到前期启动点, 企业毛利率再次回升到 35% 以上水平, 因此企业盈利的大幅回升有部分成本红利拉动。

3、员工持股即将到期, 公司承诺 3 个月不减持。

2015 年公司实施了 A 股市场第一例员工持股计划, 目前该持股计划持有 722 万股, 我们测算员工持股成本价大约为 14 元左右, 与目前市场价格依然倒挂, 公司也表示 10 月解禁后, 追加 3 个月承诺不减持, 也彰显企业对其基本面信心。

4、料四季度持续高增长, 维持“强烈推荐-A”

家具行业处于行业集中度提升加速期, 品牌龙头市场近年扩张增长远超行业平均, 公司享受成本红利, 终端门店数经过去三年高增长后, 进入成熟阶段。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 1.03、1.24、1.38 元, 同比增长分别为 193%、20%、11%, 对应 19 年 PE 为 12.3, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 房地产销量不达预期, 智能床垫业务发展低于预期。

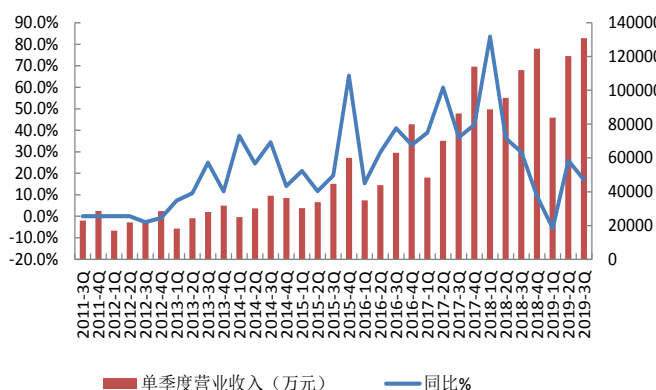
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3187	4211	4643	5231	6033
同比增长	44%	32%	10%	13%	15%
营业利润(百万元)	319	403	484	539	545
同比增长	26%	-237%	192%	20%	11%
净利润(百万元)	284	407	489	545	545
同比增长	39%	-255%	193%	20%	11%
每股收益(元)	0.72	-1.11	1.03	1.24	1.38
P/E(倍)	17.7	-11.4	12.3	10.2	9.2
P/B(倍)	1.8	2.2	1.9	1.6	1.4

图 1: 19 年 TDI 价格回落明显, 钢丝线材价格也有所回落



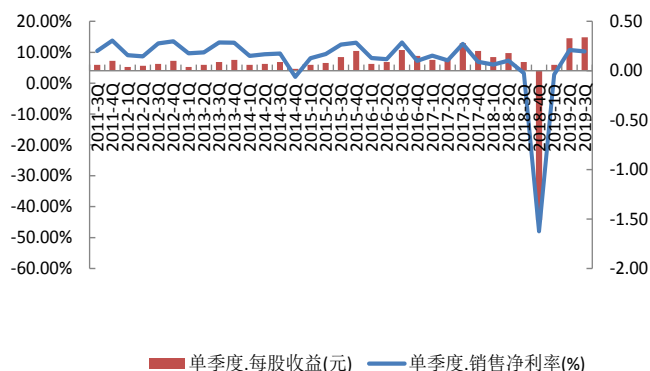
资料来源: wind、招商证券

图 2: 收入恢复增长, 单季度达到 17%



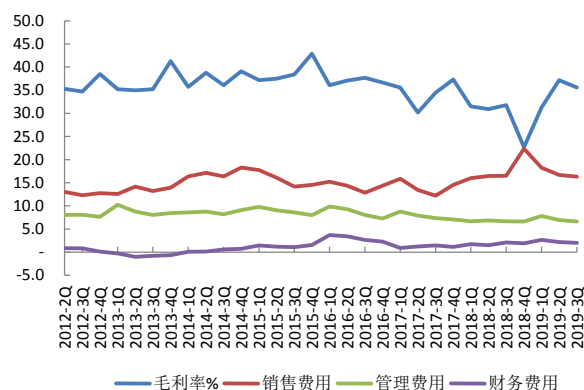
资料来源: wind、招商证券

图 3: 净利润也恢复增长



资料来源: wind、招商证券

图 4: 费用水平回归正常



资料来源: wind、招商证券

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	2217	3187	4211	4643	5231
营业成本	1397	2081	2997	2993	3352
营业税金及附加	20	32	33	36	41
营业费用	319	463	942	789	905
管理费用	161	226	279	329	371
财务费用	51	37	81	82	68
资产减值损失	30	59	345	10	10
公允价值变动收益	17	(15)	(3)	0	0
投资收益	(3)	46	32	0	0
营业利润	254	319	(436)	403	484
营业外收入	18	2	3	0	0
营业外支出	3	2	2	0	0
利润总额	268	320	(435)	403	484
所得税	65	38	(11)	9	11
净利润	203	282	(424)	393	473
少数股东损益	(0)	(1)	14	(13)	(16)
归属于母公司净利润	204	284	(438)	407	489
EPS (元)	0.52	0.72	(1.11)	1.03	1.24

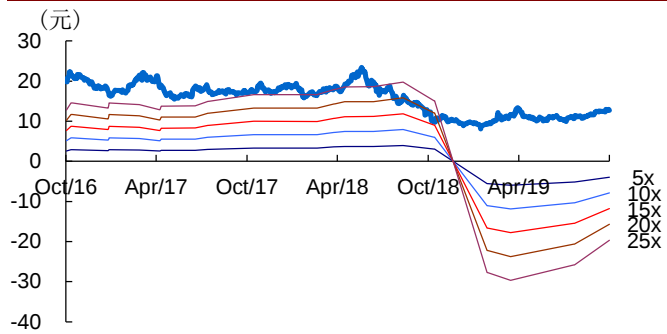
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	1,121	1,247	839	1,203	1,310
营业毛利	357	283	262	447	466
营业费用	186	452	153	188	206
管理费用	71	-1	45	55	51
财务费用	35	18	22	22	24
投资收益	0	-13	-1	0	1
营业利润	47	-636	33	156	175
归属母公司净利润	37	-598	23	130	134
EPS (元)	0.09	-1.51	0.06	0.33	0.34
主要比率					
毛利率	31.8%	22.7%	31.2%	37.2%	35.6%
营业费用率	16.6%	36.2%	18.2%	15.6%	15.7%
管理费用率	6.3%	-0.1%	5.4%	4.6%	3.9%
营业利润率	4.2%	-51.0%	3.9%	13.0%	13.4%
有效税率	16.4%	7.0%	20.6%	11.5%	18.8%
净利率	3.3%	-48.0%	2.7%	10.8%	10.2%
YoY					
收入	30%	9%	-6%	26%	17%
归属母公司净利润	-67%	-855%	-56%	87%	268%

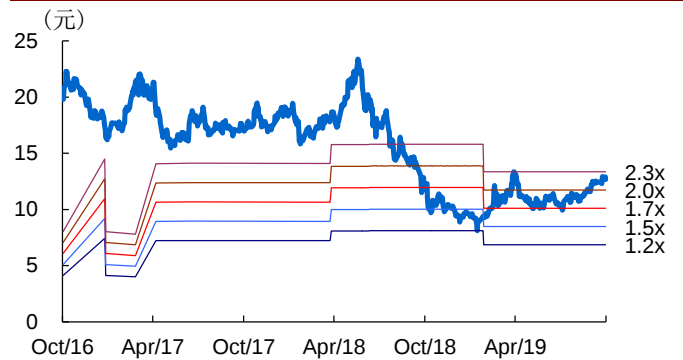
资料来源: 公司数据、招商证券

图 5：喜临门历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：喜临门历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《喜临门（603008）—修炼内功：精耕细作、谋求进取》2019-08-11
- 2、《喜临门（603008）—自主品牌建设效果渐显，终端零售快速增长》2018-04-13
- 3、《喜临门（603008）—业绩符合预期，品牌建设助力销售增长》2017-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3288	3326	3249	3828	4525
现金	1049	658	424	651	855
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	25	48	53	59	68
应收款项	1032	1179	1300	1465	1690
其它应收款	82	170	188	212	244
存货	787	928	925	1036	1201
其他	312	343	360	404	467
非流动资产	2500	2667	2645	2604	2569
长期股权投资	12	12	12	12	12
固定资产	1109	1228	1587	1588	1589
无形资产	164	235	211	190	171
其他	1215	1192	835	814	797
资产总计	5788	5992	5894	6432	7094
流动负债	2872	3347	2855	3042	3324
短期借款	1094	1494	1004	1000	1000
应付账款	824	1071	1070	1199	1389
预收账款	145	180	180	202	234
其他	808	602	601	641	701
长期负债	171	202	202	202	202
长期借款	144	151	151	151	151
其他	27	51	51	51	51
负债合计	3043	3549	3057	3244	3526
股本	394	395	395	395	395
资本公积金	1331	1370	1370	1370	1370
留存收益	978	521	928	1295	1693
少数股东权益	41	158	145	129	111
归属于母公司所有者权益	2704	2285	2692	3059	3457
负债及权益合计	5788	5992	5894	6432	7094

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	222	(139)	458	541	532
净利润	284	(438)	407	489	545
折旧摊销	114	146	142	161	155
财务费用	40	89	82	68	62
投资收益	(15)	14	0	0	0
营运资金变动	(180)	88	(160)	(160)	(212)
其它	(19)	(38)	(13)	(16)	(18)
投资活动现金流	(669)	1	(120)	(120)	(120)
资本支出	(314)	(361)	(120)	(120)	(120)
其他投资	(354)	362	0	0	0
筹资活动现金流	569	83	(572)	(194)	(209)
借款变动	649	121	(489)	(4)	0
普通股增加	11	1	0	0	0
资本公积增加	11	39	0	0	0
股利分配	(19)	(20)	0	(122)	(147)
其他	(83)	(57)	(82)	(68)	(62)
现金净增加额	123	(55)	(234)	227	203

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3187	4211	4643	5231	6033
营业成本	2081	2997	2993	3352	3885
营业税金及附加	32	33	36	41	47
营业费用	463	942	789	905	1062
管理费用	226	279	329	371	428
财务费用	37	81	82	68	62
资产减值损失	59	345	10	10	10
公允价值变动收益	(15)	(3)	0	0	0
投资收益	46	32	0	0	0
营业利润	319	(436)	403	484	539
营业外收入	2	3	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	320	(435)	403	484	539
所得税	38	(11)	9	11	13
净利润	282	(424)	393	473	527
少数股东损益	(1)	14	(13)	(16)	(18)
归属于母公司净利润	284	(438)	407	489	545
EPS (元)	0.72	(1.11)	1.03	1.24	1.38

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	44%	32%	10%	13%	15%
营业利润	26%	-237%	-192%	20%	11%
净利润	39%	-255%	-193%	20%	11%
获利能力					
毛利率	34.7%	28.8%	35.5%	35.9%	35.6%
净利率	8.9%	-10.4%	8.8%	9.3%	9.0%
ROE	10.5%	-19.2%	15.1%	16.0%	15.8%
ROIC	7.5%	-8.5%	11.9%	12.4%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	52.6%	59.2%	51.9%	50.4%	49.7%
净负债比率	23.7%	27.4%	19.6%	17.9%	16.2%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	3.2	3.5	3.2	3.4	3.5
应收帐款周转率	3.7	3.8	3.7	3.8	3.8
应付帐款周转率	3.1	3.2	2.8	3.0	3.0
每股资料 (元)					
EPS	0.72	-1.11	1.03	1.24	1.38
每股经营现金	0.56	-0.35	1.16	1.37	1.35
每股净资产	6.86	5.79	6.82	7.75	8.76
每股股利	0.05	0.00	0.31	0.37	0.41
估值比率					
PE	17.7	-11.4	12.3	10.2	9.2
PB	1.8	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

濮冬燕，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名，2018 天眼行业最佳选股分析师。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。