轻工制造

2019 年 09 月 18 日

喜临门 (603008)

——大股东控股权地位稳定，可交债兑付风险化解

报告原因：有信息公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2019 年 09 月 17 日
收盘价（元）	11.94
一年内最高/最低（元）	14.84/7.9
市净率	1.9
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	3816
上证指数/深证成指	2978.12/9722.80

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2019 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	6.19
资产负债率%	57.05
总股本/流通 A 股(百万)	395/320
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《喜临门（603008）点评：2019 年中报点评：主业稳健增长，业绩重回正轨》2019/08/08

《喜临门（603008）点评：2018 年三季报点评：受宏观环境影响，影视业务+自主品牌收入不达预期》2018/10/30

证券分析师
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

研究支持
周迅 A0230118070003
zhouxun@swsresearch.com

联系人
丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：公司收到控股股东华易投资关于可交债换股的通知，可交债持有人杭州之江（系华易投资一致行动人）于 9 月 16 日共换股 3680.80 万股，换股价格为 11.32 元/股，占公司总股本的 9.32%。本次换股前后，华易投资及其一致行动人合计持有公司股份 1.63 亿股（未发生变动），占公司总股本 41.19%。**
- **本次控股股东的一致行动人实施换股，标志公司控股权风波基本尘埃落定，控股股东地位稳固。**此前公司大股东共发行四期共 10 亿元可交债，分别由包括杭州之江在内的多个公司持有，其中杭州之江是最大的债券持有人（为控股股东一致行动人），持有债券 4.17 亿元。在杭州之江完成换股后，控股股东及一致行动人合计持有总股本 41.19%的股份；假设剩余债券持有人全部完成换股，控股股东及一致行动人仍将持有 31.87%的股份，控股权稳固，消除市场此前对于控股权动荡的隐忧。此外，截至目前可交债已有 5.83 亿元完成换股，剩余 4.17 亿元的可交债兑付压力大幅减小，控股股东资金压力缓解。
- **公司主业：专注发展床垫主业，积极推进全渠道销售网略建设。**公司近年来持续加大自主品牌业务的投入，我们估计 19H1 收入增速约 5%-10%：**1）渠道持续拓展加密。**截至 19H1 已有喜临门专卖店 2149 家，对比 2018 年末净增加 129 家。**2）积极推进分销业务。**目前已成功拓展分销网点超过 2000 家，支撑喜临门主品牌快速向四、五、六线城市拓展下沉，深挖我国床垫渗透率提升空间。**3）积极探索线上线下融合，家居新零售模式。**公司与 JD. Home 合作，并开设 2 家线下体验店（分别位于杭州来福士和七宝杨柳郡），利用线上线下互相导流，带来床垫消费新体验。**4）精准营销，推进年度促销活动。**2018 年公司花费 1.7 亿元用于 CCTV 广告投放，2019 年公司将广告宣传费大幅减少（同比减少 5913 万元），转而用于精准落地活动（销售渠道费用同比增加 3656 万元），2019 上半年公司共举行大促活动终端支持落地活动 200 多场。
- **代工业务：凭借越南+泰国两大海外工厂，积极应对外部环境。**公司代工业务主要客户包括宜家亚太、宜得利、尚品宅配、宜家北美等，预计 19H1 代工业务增速在 5%-10%左右。目前美国对部分自中国进口的床垫加征 25%的关税，且美国商务部对进口自中国的床垫可能进一步加征反倾销关税（仅为初裁结果，可能最早于 19 年 12 月 1 日执行）。公司出口美国业务部分占比不高，对公司整体影响较小；且早在 2018 年 8 月和 2019 年 4 月分别在泰国和越南设立子公司并建设工厂，专门承接海外订单，有效规避外部环境影响。预计未来出口份额将加速向具备海外产能的龙头企业转移，客观上进一步推动床垫行业整合。
- **外延促进沙发品类增长，布局全部软体家具，完善品牌梯度。**公司 2017 年收购嘉兴米兰映像 51%股权，米兰映像拥有自主中高端沙发品牌：M&D Milano & design 全皮产品和 M&D Casaitalia 半皮产品，并独家代理 Chateau d'Ax（夏图）高端沙发产品。截至 19H1 已有门店 359 家，上半年净开店 28 家。公司将延展软体家居产品作为重要发展战略之一，在牢固树立国内领先的寝具品牌基础上，进一步延展产品品类，以国际品牌和国际视野推进沙发业务发展。公司借力米兰映像沙发成熟工艺及行业知名度实现高端产品补充。

财务数据及盈利预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万元）	4,211	2,042	4,965	5,408	6,011
同比增长率（%）	32.1	10.8	17.9	8.9	11.2
归母净利润（百万元）	-438	153	351	411	486
同比增长率（%）	-	24.6	-	17.1	18.3
每股收益（元/股）	-1.11	0.39	0.89	1.04	1.23
毛利率（%）	28.8	34.8	34.9	33.3	33.4
ROE（%）	-19.2	6.3	13.3	13.6	13.9
市盈率	-11		13	11	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

- **影视业务有所回暖。**19H1 影视业务贡献收入 7663.85 万元，净利润 3870.36 万元。公司主投的当代涉案题材剧《不说再见》已成功签约东方卫视、浙江卫视，有望在未来上映并贡献收入。此外，《红鲨突击》、《好雨知时节》均入选广电总局《庆祝新中国成立 70 周年推荐播出参考剧目名单》。影视业务应收账款也有所边际改善，账龄在 1 年以内的应收账款占比从 13.4%提升至 27.9%，账龄在 2 年以上的比例从 41.7%下降至 38.6%。晟喜华视董事长也基于对公司业绩的信心进行增持，目前持有喜临门股票 1377.29 万股（占总股本 3.49%）。
- **大股东控股权稳固，业绩重回稳健发展。专精床垫主业，品牌力+渠道力促进自主品牌维持高速；海外产线布局，利用泰国+越南资源优势深化发展国外业务；内外部利益绑定长期信心十足。自主品牌业务开店加速渠道拓展，强化品牌建设。**多品类扩张，依托米兰映像补充中高端产品，完善产品梯度。海内外客群持续拓展，外销业务稳中有升。大股东大比例持股+员工持股（13.85 元/股），供应商与加盟商持股（18.43 元/股），2017 年股权激励计划，长效授予促进团队凝聚力，具备安全边际；晟喜华视董事长大比例增持彰显信心。我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 0.89 元、1.04 元、1.23 元的盈利预测，目前股价（11.94 元/股）对应 PE 分别为 13 倍、11 倍和 10 倍，维持买入。

财务摘要

百万元，百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,217	3,187	4,211	4,965	5,408	6,011
营业总收入同比增长率（yoy）	31.39%	43.76%	32.11%	17.90%	8.90%	11.20%
其中：营业收入	2,217	3,187	4,211	4,965	5,408	6,011
减：营业成本	1,397	2,081	2,997	3,230	3,604	4,004
毛利率（%）	36.98%	34.70%	28.84%	34.90%	33.30%	33.40%
减：税金及附加	20	32	33	40	43	48
主营业务利润	800	1,074	1,182	1,695	1,761	1,959
主营业务利润率（%）	36.08%	33.68%	28.06%	34.14%	32.56%	32.59%
减：销售费用	319	463	942	824	892	974
减：管理费用	161	150	197	205	270	301
减：研发费用	0	76	82	99	108	120
减：财务费用	51	37	81	97	89	88
经营性利润	269	347	-120	470	402	476
经营性利润同比增长率（yoy）	10.23%	28.96%	-134.58%	-424.17%	-12.80%	22.05%
经营性利润率（%）	12.15%	10.90%	-2.85%	9.47%	7.43%	7.92%
减：资产减值损失	30	59	345	-1	0	0
减：信用减值损失	0	0	0	135	-7	-6
加：投资收益及其他	-3	15	-14	-1	2	3
营业利润	254	319	-436	386	465	548
加：营业外净收入	15	1	1	8	4	5
利润总额	268	320	-435	394	469	553
减：所得税	65	38	-11	47	65	77
净利润	203	282	-424	346	404	476
少数股东损益	0	-1	14	-5	-7	-10
归属于母公司所有者的净利润	204	284	-438	351	411	486
归母净利润同比增长率（yoy）	6.88%	39.18%	-254.54%	7.07%	17.10%	18.30%
全面摊薄总股本	383	394	395	395	395	395
每股收益（元）	0.61	0.74	-1.13	0.89	1.04	1.23
归属母公司所有者净利润率（%）	9.19%	8.90%	-10.41%	7.07%	7.60%	8.09%
ROE	8.43%	10.49%	-19.18%	13.30%	13.60%	13.90%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【毛利率】=（营业收入-营业成本）/营业收入*100%
【主营业务利润率】=（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入*100%
【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失
【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
【经营性利润率】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入*100%
【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

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	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.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。