喜临门(603008)/家用轻工 盈利能力向好，经营性现金流持续改善

评级：增持

市场价格：12.68

分析师：徐稚涵
执业证书编号：S0740518060001
Email：xuzh01@r.qlzq.com.cn
研究助理：郭美鑫
Email：guomx@r.qlzq.com.cn
研究助理：徐偲
Email：xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	392
流通股本(百万股)	387
市价(元)	12.68
市值(百万元)	50,07
流通市值(百万元)	49,12

股价与行业-市场走势对比

相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,187.36	4210.93	4827.84	5552.98	6342.06
增长率 yoy%	43.76%	32.11%	14.65%	15.02%	14.21%
净利润	283.6	-438.27	401.29	467.61	541.13
增长率 yoy%	39.18%	-254.5%	192%	16.53%	15.72%
每股收益（元）	0.72	-1.11	1.02	1.18	1.37
每股现金流量	0.56	-0.35	1.78	1.09	1.68
净资产收益率	10.29%	-17.34%	14.37%	14.50%	14.53%
P/E	17.32	-11	12	11	9
PEG	0.44	0.04	0.4	0.7	0.6
P/B	1.65	1.88	1.72	1.49	1.29

备注：

投资要点

- **事件**：喜临门发布 2019 年三季报，2019 年前三季度公司实现营收 33.5 亿元，同比增长 13.06%；归母净利润 2.87 亿元，同比增长 80.3%；实现扣非归母净利润 2.56 亿元，同比增长 84.2%；经营性现金流净额 3.79 亿元，整体经营稳健。其中，19Q3 单季度实现营收 13.1 亿，同比增长 16.9%；归母净利润 1.34 亿元，同比增长 267.5%，扣非净利润 1.15 亿元，同比增长 282%。

- **收入稳健，受益减税降费及原材料成本下行，毛利率向好。**19Q1/Q2/Q3 公司收入增速为-5.57%/25.9%/16.9%，Q3 营收增速较 Q2 有所放缓，整体保持稳健增长。2019 前三季度公司实现毛利率 35.08%（+3.65pct.），19Q3 为 35.59%（+3.78pct.），受益减税降费及上游原材料价格下降，公司毛利率显著提升：**1）原材料弹性有望延续至 Q4。**上游化工原材料 TDI 价格自 2018 年下半年开始迅速回落，考虑原材料端 2018 年 Q4 依旧为高基数，弹性有望延续至四季度。**2）减税降费持续利好。**2 季度起实施减税降费正常中，制造业增值税由 16%下调至 13%，家居制造品牌商普遍享有产业链增量利润。

- **费用投入与经营目标挂钩，整体盈利能力改善。**2019 前三季度净利率为 9.17%（+3.25pct.），其中，Q1/Q2/Q3 净利率为 3.13%/11.46%/10.92%（+6.85pct.），公司净利率自 18Q4 触底以来，2019 年盈利能力改善明显。2019 前三季度销售费用率 16.31%（-0.22pct.），其中 19Q3 销售费用率 15.6%较去年同期下滑 1pct.,管理费用率（加回研发费用）6.63%（-0.03pct.），财务费用率 2.04%（-0.07pct.）。通过费用投入与经营目标挂钩，整体内部改革提效成效逐步体现。

- **自主品牌业务增长提速，注重精细化管理。**预计前三季度公司自主品牌业务（含 M&D 和夏图）增长近 20%，其中，Q3 单季度自主品牌业务增长近 30%，增长提速。受益精细化管理，自主品牌业务利润率逐季提升。OEM 代工业务受美国客户前期囤货及海外产能转移影响，整体规模平稳，保持正增长。**影视业务较为平稳，公司预计商誉不存在持续减值的风险。**晟喜华视上半年收入 7664 万元，同比下降 5.5%，贡献利润 3870 万元，同比下降 23%。公司影视业务一线卫视平台顺利发行新剧，整体平稳发展，公司预计商誉不存在持续减值风险。

- **华易可交债兑付风险化解，大股东控股权稳定。**喜临门控股股东华易投资认可的五位投资人 8 月 9 日通过上交所固收平台受让天风 2 号资管计划持有的华易可交债全部份额，投资方背景为 1 家国有资本，1 家纾困基金，3 家民企。其中，最大的债券持有人杭州之江新实业为控股股东一致行动人，持有债券 4.17 亿元。截止三季度末，华易可交债持有人已全部换股完毕，可交债兑付风险化解。换股后，华易投资及其一致行动人合计持有公司股份 1.26 亿股，占总股本的 31.87%，控股权稳定。

- 投资建议：我们预估公司 2019-21 年实现销售收入 48.3、55.5、63.4 亿元，同比增长 14.65%、15.02%、14.21%，实现归属于母公司净利润 4.01、4.68、5.41 亿元，同比增长 192%、16.5%、15.7%，EPS 为 1.02、1.18、1.37 元，“增持”评级。

- **风险提示：地产景气程度下滑风险、行业竞争加剧风险**

图表 1：喜临门三大财务报表

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4210.93	4827.84	5552.98	6342.06
营业成本	2996.52	3132.78	3602.22	4115.99
营业税金及附加	32.84	42.38	48.22	54.34
销售费用	942.31	788.39	917.91	1047.71
管理费用	196.51	309.95	362.61	416.67
财务费用	80.69	93.48	92.74	97.83
资产减值损失	344.74	0.00	0.00	0.00
投资收益	-14.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-3.20	-3.68	-5.33	-4.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-435.69	457.18	523.95	605.09
其他非经营损益	0.94	3.22	2.08	2.27
利润总额	-434.75	460.40	526.03	607.36
所得税	-10.94	42.40	38.95	43.67
净利润	-423.81	418.01	487.09	563.68
少数股东损益	14.46	16.72	19.48	22.55
归属母公司股东净利润	-438.27	401.29	467.61	541.13

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	-423.81	418.01	487.09	563.68
折旧与摊销	145.94	124.70	147.55	156.12
财务费用	80.69	93.48	92.74	97.83
资产减值损失	344.74	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-271.37	62.16	-303.52	-160.56
其他	-15.60	3.39	5.38	4.45
经营活动现金流净额	-139.41	701.74	429.24	661.52
资本支出	-249.18	-220.00	-315.00	-10.00
其他	250.20	-3.68	-5.33	-4.42
投资活动现金流净额	1.03	-223.68	-320.33	-14.42
短期借款	399.50	-293.50	100.00	-300.00
长期借款	7.24	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.24	0.00	0.00	0.00
支付股利	-19.56	47.35	-37.37	-43.99
其他	-308.08	-93.62	-92.74	-97.83
筹资活动现金流净额	83.34	-339.77	-30.11	-441.82
现金流量净额	-55.04	138.29	78.80	205.28

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	657.96	796.25	875.04	1080.32
应收和预付款项	1572.64	1881.93	2184.88	2483.29
存货	927.63	1058.17	1230.24	1403.93
其他流动资产	167.39	147.77	185.39	235.10
长期股权投资	11.75	11.75	11.75	11.75
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1558.88	1676.59	1866.45	1742.74
无形资产和开发支出	775.36	766.09	756.83	747.56
其他非流动资产	320.65	307.51	294.36	281.22
资产总计	5992.27	6646.06	7404.94	7985.90
短期借款	1493.50	1200.00	1300.00	1000.00
应付和预收款项	1698.27	1986.05	2287.86	2582.92
长期借款	150.99	150.99	150.99	150.99
其他负债	205.75	400.05	307.40	373.60
负债合计	3548.51	3737.09	4046.25	4107.51
股本	394.86	394.86	394.86	394.86
资本公积	1435.23	1435.23	1435.23	1435.23
留存收益	520.79	969.42	1399.66	1896.81
归属母公司股东权益	2285.42	2733.91	3164.15	3661.29
少数股东权益	158.34	175.06	194.55	217.09
股东权益合计	2443.76	2908.97	3358.69	3878.39
负债和股东权益合计	5992.27	6646.06	7404.94	7985.90

财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
销售收入增长率	32.11%	14.65%	15.02%	14.21%
营业利润增长率	-236.55%	4.93%	14.61%	15.48%
净利润增长率	-250.09%	-1.37%	16.53%	15.72%
EBITDA 增长率	-144.51%	223.06%	13.16%	12.40%
获利能力				
毛利率	28.84%	35.11%	35.13%	35.10%
三费率	28.96%	24.69%	24.73%	24.63%
净利率	-10.06%	8.66%	8.77%	8.89%
ROE	-17.34%	14.37%	14.50%	14.53%
ROA	-7.07%	6.29%	6.58%	7.06%
ROIC	-10.98%	14.37%	15.12%	16.02%
EBITDA/销售收入	-4.96%	13.99%	13.76%	13.55%
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.76	0.79	0.82
固定资产周转率	3.60	3.32	3.13	3.51
应收账款周转率	3.81	3.68	3.56	3.55
存货周转率	3.49	3.15	3.15	3.12
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.48%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	59.22%	56.23%	54.64%	51.43%
带息债务/总负债	46.34%	36.15%	35.86%	28.02%
流动比率	0.99	1.10	1.16	1.33
速动比率	0.72	0.80	0.84	0.97
股利支付率	-4.46%	-11.80%	7.99%	8.13%
每股指标				
每股收益	-1.11	1.02	1.18	1.37
每股净资产	6.19	7.37	8.51	9.82
每股经营现金	-0.35	1.78	1.09	1.68
每股股利	0.05	-0.12	0.09	0.11

业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	-209.05	675.37	764.24	859.04
PE	-11.42	12.48	10.71	9.25
PB	2.05	1.72	1.49	1.29
PS	1.19	1.04	0.90	0.79
EV/EBITDA	-27.76	7.95	7.06	5.69
股息率	0.39%	—	0.75%	0.88%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。