

自主品牌继续发力，各业务均快速增长

投资要点

- **事件:** 公司发布一季报, 18Q1 实现营收 8.88 亿元, 同比增长 83.57%, 实现归母净利润 5336 万元, 同比增长 23.63%, 扣非后净利润增长 44.49%。
- **自主品牌继续发力, 各业务均实现快速增长。** 18Q1 自主品牌继续发力, 实现营收 3.2 亿元, 增幅高达 72.97%, 是收入增长的主要推动; ODM/OEM 业务也超预期, 实现营收 3.3 亿元, 同比增长 43.48%; 酒店工程业务营收 0.6 亿元, 同比增长 50%; 影视业务实现营收 0.6 亿元, 同比增长 100%; M&D 沙发业务实现营收 1.1 亿元, 占总营收的 12.39%。若不考虑 M&D 并购, 公司主营业务收入增速仍高达 60%。各业务收入增速均呈上升趋势, 我们认为公司发展迎来拐点, 高增长将延续。
- **原材料价格上涨和广告投放影响短期盈利, 自主品牌利润率快速提升。** 18Q1 公司毛利率为 31.48% (下滑 4.14pp), 实现净利率 6.42% (下滑 2.49pp), 主要是原材料上涨和广告投放增加所致。公司由于入选央视的“国家品牌计划”, 导致一季度费用摊销 (约 4350 万元) 较大, 销售费用同比增长 84.93%。由于一季度收入占全年销售约 15%, 而广告费用是平均摊销, 相当于一季度多摊销广告费用近 1500 万元, 若加回这部分利润, 扣非净利润增速与收入增速基本一致。我们认为, 在 18 年产品结构向好, 高毛利率产品占比提高的态势下, 自主品牌利润率还有很大提升空间。
- **多渠道协同, 开店加速。** 17 年是公司自主品牌的重要突破年, 新开门店 500 多家, 门店数达到 1450 家, 渠道增长 40%+。从店效来看, 17 年成熟门店提货额同比增长 20%, 达到 75-80 万元。18 年公司将继续加大开店步伐, 预计新开门店约 700+家, 软床等配套产品销售发力, 连带率提高, 单店提货额增长助力渠道下沉。ODM/OEM 客户开发见成效, 在宜家、宜得利等客户占比提升; 与万豪等高端酒店合作, 并购 M&D 公司后品类延伸至沙发领域, 2018 年连同米兰印象预计沙发销售总门店数有望突破 500 家, 成为公司未来新增长点。
- **产能扩充, 瓶颈消除。** 公司在绍兴总部、绍兴袍江、河北香河、四川成都、广东佛山、河南兰考等地布局六大生产基地, 产能利用率保持在 80% 以上。2017 年, 袍江新工厂一期改建工程已经完成并投入使用, 海绵熟化立体库新增改建工程也已经完成并投入使用。目前, 袍江二期项目有序展开, 土建工程预计将于 2018 年末完工。与恒大集团合作的河南恒大现代化工厂建设项目也已经启动, 预计将于 2018 年建设完工。此外绍兴总部产线智能化升级项目、成都新建软体家具项目也已提上日程。由于床垫受运输半径限制, 多产能布局明显提升了公司的运营效率和经销商盈利能力, 交货及时率提升 3%, 交货天数缩短至约 2 周。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 3.73、4.94、6.61 亿元, 对应 PE 分别为 19、14、11 倍。考虑到公司收入增长进入上升期, 自主品牌迎来业绩拐点利润率提升, 给予 25 倍 PE, 目标价 23.5 元, 上调为“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险, 终端销售不畅的风险, 影视业务不达预期的风险。

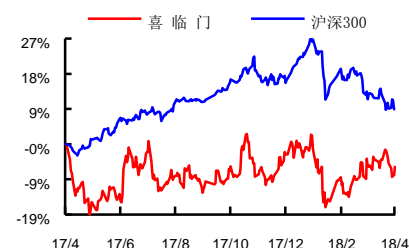
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3187.36	4311.83	5632.34	7150.56
增长率	43.76%	35.28%	30.63%	26.96%
归属母公司净利润 (百万元)	283.60	373.12	494.54	661.82
增长率	39.18%	31.57%	32.54%	33.83%
每股收益 EPS (元)	0.72	0.94	1.25	1.68
净资产收益率 ROE	10.29%	12.14%	14.16%	16.32%
PE	25	19	14	11
PB	2.58	2.31	2.03	1.75

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.95
流通 A 股(亿股)	3.15
52 周内股价区间(元)	15.55-19.52
总市值(亿元)	70.76
总资产(亿元)	61.16
每股净资产(元)	6.99

相关研究

1. 喜临门 (603008): 自主品牌表现抢眼, 进入快速发展期 (2017-07-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3187.36	4311.83	5632.34	7150.56	净利润	282.37	371.50	492.41	658.97
营业成本	2081.38	2801.33	3643.86	4587.01	折旧与摊销	113.63	135.03	159.52	182.26
营业税金及附加	32.40	42.19	55.04	49.34	财务费用	36.95	60.05	58.27	61.29
销售费用	463.02	642.46	873.01	1129.79	资产减值损失	59.45	20.00	20.00	20.00
管理费用	226.19	310.45	411.16	529.14	经营营运资本变动	-141.78	-263.32	-236.57	-331.72
财务费用	36.95	60.05	58.27	61.29	其他	-128.18	-17.93	-15.29	-16.40
资产减值损失	59.45	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	222.45	305.34	478.33	574.41
投资收益	15.42	0.00	0.00	0.00	资本支出	-131.34	-303.00	-204.00	-205.00
公允价值变动损益	-14.54	-1.80	-2.97	-4.51	其他	-537.19	-1.80	-2.97	-4.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-668.53	-304.80	-206.97	-209.51
营业利润	319.07	433.54	568.02	769.48	短期借款	349.42	-370.29	-6.41	-52.87
其他非经营损益	0.94	8.20	8.04	5.60	长期借款	124.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	320.01	441.74	576.06	775.08	股权融资	123.31	0.60	0.00	0.00
所得税	37.64	70.24	83.65	116.11	支付股利	-19.71	-56.72	-74.62	-98.91
净利润	282.37	371.50	492.41	658.97	其他	-8.74	-191.66	-58.27	-61.29
少数股东损益	-1.22	-1.61	-2.14	-2.86	筹资活动现金流净额	569.03	-618.06	-139.30	-213.07
归属母公司股东净利润	283.60	373.12	494.54	661.82	现金流量净额	122.95	-617.52	132.05	151.82
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1048.70	431.18	563.23	715.06	成长能力				
应收和预付款项	1288.11	1731.51	2252.39	2868.44	销售收入增长率	43.76%	35.28%	30.63%	26.96%
存货	786.71	1058.56	1375.29	1732.68	营业利润增长率	25.76%	35.87%	31.02%	35.47%
其他流动资产	164.78	193.14	251.95	319.56	净利润增长率	38.77%	31.57%	32.54%	33.83%
长期股权投资	12.48	12.48	12.48	12.48	EBITDA 增长率	17.70%	33.85%	25.00%	28.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1255.64	1455.37	1538.95	1608.13	毛利率	34.70%	35.03%	35.30%	35.85%
无形资产和开发支出	797.73	793.61	790.49	788.37	三费率	22.78%	23.49%	23.83%	24.06%
其他非流动资产	433.80	431.16	420.18	400.87	净利率	8.86%	8.62%	8.74%	9.22%
资产总计	5787.95	6107.02	7204.97	8445.58	ROE	10.29%	12.14%	14.16%	16.32%
短期借款	1094.00	723.71	717.31	664.44	ROA	4.88%	6.08%	6.83%	7.80%
应付和预收款项	1481.12	1929.62	2549.40	3208.07	ROIC	11.22%	12.56%	14.03%	16.37%
长期借款	143.75	143.75	143.75	143.75	EBITDA/销售收入	14.74%	14.58%	13.95%	14.17%
其他负债	323.96	249.43	316.22	390.99	营运能力				
负债合计	3042.83	3046.52	3726.68	4407.24	总资产周转率	0.63	0.72	0.85	0.91
股本	394.26	394.86	394.86	394.86	固定资产周转率	2.88	3.61	4.20	4.95
资本公积	1431.59	1431.59	1431.59	1431.59	应收账款周转率	3.72	3.60	3.57	3.52
留存收益	978.44	1294.84	1714.76	2277.68	存货周转率	3.19	3.04	2.99	2.95
归属母公司股东权益	2703.75	3020.74	3440.66	4003.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.23%	—	—	—
少数股东权益	41.37	39.76	37.62	34.77	资本结构				
股东权益合计	2745.12	3060.50	3478.29	4038.34	资产负债率	52.57%	49.89%	51.72%	52.18%
负债和股东权益合计	5787.95	6107.02	7204.97	8445.58	带息债务/总负债	40.68%	28.47%	23.11%	18.34%
					流动比率	1.15	1.19	1.25	1.33
					速动比率	0.87	0.82	0.86	0.92
					股利支付率	6.95%	15.20%	15.09%	14.94%
					每股指标				
					每股收益	0.72	0.94	1.25	1.68
					每股净资产	6.95	7.75	8.81	10.23
					每股经营现金	0.56	0.77	1.21	1.45
					每股股利	0.05	0.14	0.19	0.25
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	469.66	628.62	785.81	1013.03					
PE	24.95	18.96	14.31	10.69					
PB	2.58	2.31	2.03	1.75					
PS	2.22	1.64	1.26	0.99					
EV/EBITDA	14.98	11.39	8.94	6.73					
股息率	0.28%	0.80%	1.05%	1.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn