

盈利能力显著回升，内销业务或将放量

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年年报，报告期内实现营业收入 30.5 亿元，同比增长 30.4%，实现归母净利润近 1.9 亿元，同比增长 19.4%，实现扣非后净利润约为 2.3 亿元，同比增长 73%；Q4 单季度实现营收 9.5 亿元，同比增长 39%；实现归母净利润 7565 万元，同比增长 596%，实现扣非后归母净利润 9006.3 万元，同比增长 927.9%，业绩迎来明显拐点。其中利润端大幅增长主要受益于原材料价格下行以及人民币贬值带来的业绩弹性。公司公布分红方案，拟每 10 股派发现金红利 4 元（含税），并以资本公积拟向全体股东每 10 股转增 3 股。
- **原材料价格下跌及人民币贬值致盈利能力回升。** 由于公司核心原材料 TDI/MDI 价格从 18 年 3 季度起显著下行，公司毛利率得以大幅优化，2018 年实现毛利率 32.1%，同比提升 2.5pp，其中 Q3/Q4 单季度分别实现毛利率 32.7%/36.5%，同比分别提升 3.8pp 和 9.9pp。当前 TDI 和 MDI 价格虽有回升，但考虑到今年原材料有较多新增产能投放，上行空间不大，预计 19 年上半年公司毛利率同比仍将大幅提升。公司产品外销占比超过 80%，汇率波动对公司利润有较大影响。公司 18 年录得汇兑收益 2243.1 万元，17 年同期为损失 2470.6 万元，剔除 18 年远期外汇合约损失 2836 万元，汇率贬值助 18 年净利润增加约 1878 万元。从费用率看，18 年四项费用率总和为 21.4%，较 17 年微降约 0.6pp，主要是因为财务费用受汇率影响下降了近 1.4pp，销售费用和管理费用相对增长较多，分别增加了 42% 和 35.8%，主要原因是公司当前仍处在业务的扩张阶段，对人员、渠道和研发等收入的投入增长较多。
- **外销业务保持稳定增长。** 18 年公司外销实现收入 25.2 亿元，同比增长 31.7%，北美地区全年实现营收 15 亿元，同比增长 22.9%，欧洲大区实现营收 8.1 亿元，同比增长 60%，主要因为公司收购的两个西班牙品牌全年贡献收入 2 亿元。公司外销业务相对成熟，毛利率也随原材料和汇率贬值提升 3.3pp 至 29.8%。为应对未来可能出现的贸易冲突，公司正加速布局海外产能，2019 年公司海外产能将迎来集中释放：泰国、塞尔维亚二期、美国工厂预计于 2019H1 投产，海外 OEM 业务或将继续保持稳定快速增长趋势。
- **OBM 业务有望快速放量。** 公司正加力从品牌和渠道推进向 OBM 业务的转型。目前 OBM 业务包括内销品牌梦百合、咪狸、CR 和新收购的西班牙品牌 Maxcolchón、COMOTEX。OBM 业务实现收入 7.2 亿，其中品牌“梦百合”贡献 4.4 亿，同比增长 3.8%，毛利率提升 4.7pp 至 50.8%。新品牌 Cr 开始放量，18 年实现收入 4228 万元，同比增长 144.6%。渠道方面，18 年全年新开门店 121 家，其中新开直营门店 34 家，加盟门店 87 家，总门店数达到 239 家，其中直营 104 家，加盟 135 家。直营门店全年实现收入近 6600 万元，同比增长 200.2%，加盟门店全年收入同比增长 53% 至 3559 万元。公司将继续推进自主品牌“三年千店”战略落地，预计未来几年在公司门店数量扩充带动下，内销收入或将放量。另外公司线上销售也在快速成长，18 年实现销售收入 2.6 亿元，同比增长 135%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别约为 3.7/5/6.8 亿元，对应 EPS 为 1.53/2.06/2.83 元，考虑到公司未来几年或处于规模和利润快速发展期，参考同业，给予公司 19 年 25 倍 PE 目标，目标价 38.25 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅上涨；人民币或大幅升值；海外生产基地投产或晚于预期。

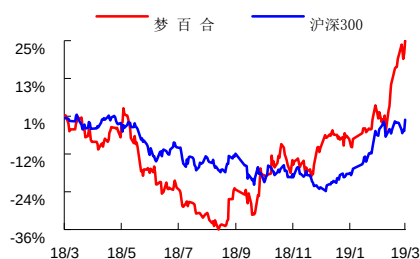
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3049.47	3780.76	4671.03	5706.91
增长率	30.39%	23.98%	23.55%	22.18%
归属母公司净利润(百万元)	186.07	368.71	497.42	684.56
增长率	19.39%	98.15%	34.91%	37.62%
每股收益EPS(元)	0.77	1.53	2.06	2.83
净资产收益率ROE	10.43%	18.70%	22.25%	25.86%
PE	38	19	14	10
PB	3.74	3.51	3.08	2.59

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)	2.42
流通 A 股(亿股)	0.82
52 周内股价区间(元)	14.8-29.2
总市值(亿元)	70.57
总资产(亿元)	33.76
每股净资产(元)	7.14

相关研究

1. 梦百合(603313): 原材料价格回落, 盈利弹性大幅体现 (2018-10-26)

关键假设：

假设 1：公司内销新开门店 19-21 年每年保持在 200 家左右；

假设 2：随着 19 年 TDI/MDI 新增产能投产，原材料或将处于产能过剩的状态，TDI/MDI 及聚醚价格还有下行空间，预计 19-21 年毛利率分别为 32.8%，33.8%，34.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
记忆绵床垫	收入	1691.0	2164.5	2748.9	3463.6
	增速	29.7%	28.0%	27.0%	26.0%
	毛利率	32.2%	34.0%	35.0%	36.0%
记忆绵枕	收入	466.0	489.3	513.8	539.5
	增速	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	26.8%	27.0%	29.0%	31.0%
其他产品	收入	406.0	406.0	406.0	406.0
	增速	-30.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	42.4%	40.0%	40.0%	40.0%
沙发	收入	237.0	355.5	497.7	647.0
	增速		50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	24.1%	26.0%	28.0%	30.0%
电动床	收入	232.0	348.0	487.2	633.4
	增速		50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	30.2%	31.0%	32.0%	33.0%
其他业务	收入	17.5	17.5	17.5	17.5
	增速	156.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	50.9%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	3049.5	3780.7	4671.0	5706.9
	增速	30.39%	24.0%	23.5%	22.2%
	毛利率	32.1%	32.8%	33.8%	34.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3049.47	3780.76	4671.03	5706.91	净利润	196.65	376.30	510.37	704.56
营业成本	2071.12	2541.28	3093.53	3718.53	折旧与摊销	58.63	52.42	54.57	56.95
营业税金及附加	12.70	17.85	21.19	26.24	财务费用	3.50	18.90	23.36	28.53
销售费用	401.06	404.54	499.80	599.23	资产减值损失	20.01	10.00	10.00	10.00
管理费用	160.42	294.90	364.34	428.02	经营营运资本变动	-149.90	-120.10	-181.35	-194.92
财务费用	3.50	18.90	23.36	28.53	其他	46.14	27.60	26.47	28.11
资产减值损失	20.01	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	175.04	365.11	443.42	633.23
投资收益	-32.49	-30.86	-29.32	-27.86	资本支出	-338.06	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	-28.36	-6.54	-7.25	-10.20	其他	-166.04	-15.42	-42.46	-41.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-504.09	-55.42	-82.46	-86.46
营业利润	241.75	455.88	622.25	858.30	短期借款	336.05	34.16	157.54	66.53
其他非经营损益	-0.04	2.22	1.06	1.24	长期借款	-2.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	241.71	458.10	623.30	859.54	股权融资	-0.06	1.69	0.00	0.00
所得税	45.05	81.80	112.93	154.98	支付股利	0.00	-116.24	-228.07	-274.00
净利润	196.65	376.30	510.37	704.56	其他	434.67	-156.27	-23.36	-28.53
少数股东损益	10.58	7.58	12.96	19.99	筹资活动现金流净额	767.93	-236.66	-93.88	-236.01
归属母公司股东净利润	186.07	368.71	497.42	684.56	现金流量净额	436.51	73.03	267.08	310.76
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1061.20	1134.23	1401.31	1712.07	成长能力				
应收和预付款项	664.59	802.05	998.05	1214.97	销售收入增长率	30.39%	23.98%	23.55%	22.18%
存货	368.10	451.46	549.72	660.75	营业利润增长率	31.46%	88.57%	36.49%	37.94%
其他流动资产	8.51	11.99	13.93	17.56	净利润增长率	28.17%	91.35%	35.63%	38.05%
长期股权投资	50.25	50.25	50.25	50.25	EBITDA 增长率	13.49%	73.49%	32.81%	34.79%
投资性房地产	39.63	17.66	23.54	26.94	获利能力				
固定资产和在建工程	863.00	838.85	813.49	786.94	毛利率	32.08%	32.78%	33.77%	34.84%
无形资产和开发支出	190.09	202.98	214.92	230.67	三费率	18.53%	19.00%	19.00%	18.50%
其他非流动资产	130.49	129.33	128.18	127.03	净利率	6.45%	9.95%	10.93%	12.35%
资产总计	3375.85	3638.80	4193.39	4827.18	ROE	10.43%	18.70%	22.25%	25.86%
短期借款	673.66	707.82	865.36	931.88	ROA	5.83%	10.34%	12.17%	14.60%
应付和预收款项	396.79	492.23	596.45	721.25	ROIC	8.92%	14.27%	16.98%	20.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.97%	13.94%	14.99%	16.54%
其他负债	420.28	426.87	437.39	449.30	营运能力				
负债合计	1490.72	1626.92	1899.20	2102.44	总资产周转率	1.07	1.08	1.19	1.27
股本	240.00	241.70	241.70	241.70	固定资产周转率	4.97	5.30	6.78	8.61
资本公积	890.27	890.27	890.27	890.27	应收账款周转率	6.39	6.08	6.13	6.08
留存收益	589.23	841.70	1111.06	1521.62	存货周转率	5.97	6.20	6.18	6.14
归属母公司股东权益	1854.50	1973.67	2243.02	2653.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.66%	—	—	—
少数股东权益	30.63	38.21	51.17	71.16	资本结构				
股东权益合计	1885.13	2011.88	2294.19	2724.74	资产负债率	44.16%	44.71%	45.29%	43.55%
负债和股东权益合计	3375.85	3638.80	4193.39	4827.18	带息债务/总负债	69.51%	65.79%	64.65%	61.57%
					流动比率	1.89	1.92	1.95	2.09
					速动比率	1.56	1.56	1.59	1.71
					股利支付率	0.00%	31.53%	45.85%	40.03%
					每股指标				
					每股收益	0.77	1.53	2.06	2.83
					每股净资产	7.80	8.32	9.49	11.27
					每股经营现金	0.72	1.51	1.83	2.62
					每股股利	0.00	0.48	0.94	1.13
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	303.88	527.20	700.17	943.79					
PE	37.93	19.14	14.19	10.31					
PB	3.74	3.51	3.08	2.59					
PS	2.31	1.87	1.51	1.24					
EV/EBITDA	22.20	12.94	9.56	6.82					
股息率	0.00%	1.65%	3.23%	3.88%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn