

麒盛科技 (603610)

证券研究报告

2020年05月04日

盈利维持稳定增长，看好电动床细分领域

一季度营收实现小幅增长。2019 年实现营业收入 25.29 亿元，同比增长 5.78%，归母净利润 3.95 亿元，同比增长 34.91%，扣非归母净利润 3.94 亿元，同比增长 34.83%；其中 19Q4 实现营收 5.84 亿元，同比增长 23.70%，归母净利润 1.23 亿元，同比增长 94.85%，扣非归母净利润 1.17 亿元，同比增长 75.24%。**19 年公司营收实现稳步增长，利润维持高速增长。**2020 年 Q1 实现营业收入 5.22 亿元，同比增长 1.52%，归母净利润 0.70 亿元，同比增长 6.47%，扣非归母净利润 0.66 亿元，同比增长 8.29%，**一季度受国内疫情影响，生产受限，整体维持小幅增长。**公司拟每 10 股派发现金红利 10 元（含税），拟每 10 股以资本公积金转增 3.8 股。

分业务来看：

- **受产能限制，智能电动床业务小幅增长。**2019 年智能电动床业务实现营业收入 22.55 亿元，同比增长 5.29%保持平稳增长，占主营业务收入 91.30%，为公司第一大业务。从量价来看，2019 年智能电动床实现销量 123.47 万张，同比增长 7.13%，均价为 1826.23 元/张，同比下降 1.71%，均价维持平稳水平，近几年公司性价比产品销量占比逐年增加，整体均价呈下滑趋势。目前，公司主要通过美国子公司奥格莫森美国南部和南部湾国际将产品销往北美市场，通过欧洲子公司奥格莫森欧洲拓展欧洲市场，通过国内子公司索菲莉尔积极拓展国内市场。国外市场主要以“Ergomotion”品牌进行销售，国内主要通过“索菲莉尔”、“舒福德”品牌进行销售。截至 2019 年末，公司年产 400 万张智能床总部项目（一期）工厂建设整体框架已搭建完成，外部墙体已基本落成，计划 2020 年竣工投产，投产后将实现年产 200 万张智能电动床，覆盖现有国内工厂的产能，公司产能瓶颈获得缓解。另为实现部分智能电动床的海外出货，以消除中美贸易战下 25%的额外关税的影响，公司在越南布局产能，并于 2019 年 11 月投入运营，截至 2019 年末，越南工厂已正式投产，并达到一定生产规模，能够满足海外客户的部分订单需求。
- **床垫业务基本保持平稳。**2019 年床垫业务实现营业收入 1.02 亿元，同比下降 6.09%。2016 年-2019 年床垫收入基本保持稳定，占主营业务收入的比例分别为 8.48%、8.44%、4.62%、4.12%。从量价来看，2019 年床垫业务实现销量 6.37 万张，同比下降 5.07%，均价为 1595.85 元/张，同比下降 1.08%。
- **配件及其他产品增速加快，**2019 年配件及其他产品实现营业收入 1.13 亿元，同比增长 20.77%，主要包括枕头、靠背等产品。

分地区来看，2019 年公司以外销为主，境外实现营业收入 23.73 亿元，占比 96.07%，其中北美洲为最主要市场。

- 公司在北美洲实现营业收入 22.00 亿元，占比 89.08%。公司深耕美国市场，维护美国床垫市场占有率前两位的品牌商舒达席梦思（SSB）、泰普尔丝涟（TSI）智能电动床最主要供应商的位置，同时积极拓展新的客户和销售渠道，包括区域性、行业类零售商等。公司计划进一步加大在好市多（Costco）、亚马逊（Amazon）等电子商务平台的投入，同时通过主流电子商务平台引流至自有品牌的官网。
- 公司在欧洲实现营业收入 0.66 亿元，占比 2.65%。在欧洲市场，公司已与欧洲某大型寝具品公司对接，目前该客户已经下单购买公司为其设计一款定制化智能电动床。该客户拥有 10 个工厂，超过 3,000 名员工，并在欧盟拥有超过 1500 家门店。
- 公司在国内实现营业收入 0.97 亿元，占比 3.93%。在国内，公司将聚焦电动床、智能床、记忆棉床垫品类，旗下索菲莉尔品牌定位“科技

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	38.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	150.33
流通 A 股股本(百万股)	37.58
A 股总市值(百万元)	5,843.43
流通 A 股市值(百万元)	1,460.86
每股净资产(元)	19.40
资产负债率(%)	14.54
一年内最高/最低(元)	64.31/34.02

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《麒盛科技-首次覆盖报告:智能电动床先行者，伴随欧美消费升级东风快速增长》 2020-02-25

助眠”，主推电动床品类，旗下舒福德品牌定位“智能优眠”，以智能床品类服务健康高感知、健康高需求人群。

分销售渠道来看，2019 年公司主要采取床垫厂商合作模式，该模式下营业收入为 19.80 亿元，占比 80.18%。公司在海外采取床垫厂商合作模式/零售商合作模式/电商三种模式，国内采取经销商模式/直营模式/电商三种模式，2019 年电商/床垫厂商合作模式/零售商合作模式/境内经销商模式/境内直营模式分别实现营业收入 2.28、19.80、1.29、0.23、0.65 亿元，分别占比 9.24%、80.18%、5.24%、0.92%、2.61%。关于床垫厂商合作模式，公司主要与大型床垫商进行合作，公司设计并生产多种型号的智能电动床供其选择，床垫商将公司生产的智能电动床与其自产或外购的床垫成套推向市场；关于零售商合作模式，公司已经与 American Furniture Warehouse Co. Inc.、Mancini's Sleepworld Inc. 等家具零售商建立了业务往来。

20Q1 费用率优化，盈利能力进一步提升。2019 年公司毛利率为 39.30%，较去年同期增长 4.28pct；其中 19Q4 毛利率为 41.93%，较去年同期增长 4.39pct。分产品来看，2019 年智能电动床业务毛利率为 40.19%，床垫业务毛利率为 38.51%，配件及其他产品毛利率为 31.65%。毛利率增加主要系原材料采购价格降低。2019 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 9.87%、7.00%、-1.21%、4.38%，同比分别-0.43pct、0.45pct、0.66pct、1.17pct；其中 19Q4 销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 9.93%、9.07%、-0.55%、8.75%，同比分别 0.74pct、3.24pct、-0.06pct、5.49pct。2019 年公司归母净利率为 15.61%，同比增长 3.37pct，盈利能力进一步提升。

2020Q1 公司毛利率为 39.32%，同比下降 1.03pct，期间费用率为 20.21%，同比下降 5.04pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 10.38%、9.34%、-3.32%、3.81%，管理、研发费用率同比分别增长 1.39pct、0.82pct，销售、财务费用率同比分别下降 1.81pct、5.44pct。20Q1 公司归母净利率为 13.33%，同比增长 0.62pct，扣非归母净利率为 12.55%，同比增长 0.78pct。

我们长期看好智能电动床行业，整体来看，欧美市场智能电动床市场规模不大，行业进入高速增长阶段。据 ISPA 统计，美国地区仅通过床垫企业间接实现销售的智能电动床销售额从 2011 年的 2.04 亿美元增长至 2017 年的 6.16 亿美元，年均复合增长率高达 20.25%。**智能电动床渗透率逐步提升。**2018 年智能电动床销量占固定床比例为 10.33%，较 2017 年增加 3.41pct，智能电动床市场渗透率逐步提升。未来随着家具智能化的普及以及消费习惯的转型升级，智能电动床市场规模有望继续提升。**在国内市场，智能电动床认知度较低，还处于产品导入期。**智能电动床在我国属于家具类消费中的高端消费，主要消费市场集中在江浙沪、京津等经济发达地区。我们认为，城镇化水平的提升、居民可支配收入的增加、消费结构的升级转型等因素都将成为智能电动床渗透率提升的驱动因素，智能电动床为行动不便的老人提供便捷性，人口老龄化或迎来新机遇。

受海外疫情影响，关注公司二季度销售影响。公司主要为境外业务，以美国地区为主，二季度需求存在不确定性，但目前公司估值已经反映悲观预期，我们预计随着海外疫情好转，公司业绩弹性有望释放。公司是智能电动床龙头企业，竞争优势明显，我们长期看好公司发展，20/21/22 年我们预计公司实现归母净利 4.31 亿元、5.74 亿元、7.36 亿元，同比增长 9.1%、33.4%、28.1%，对应 PE13.57x/10.18x/7.94x，维持买入评级。

风险提示：海外疫情影响超预期，贸易战加剧，公司客户拓展不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,391.09	2,529.26	3,025.05	3,961.64	5,083.78
增长率(%)	72.21	5.78	19.60	30.96	28.33
EBITDA(百万元)	424.18	593.78	543.84	696.07	884.58
净利润(百万元)	292.69	394.88	430.61	574.22	735.74
增长率(%)	160.15	34.91	9.05	33.35	28.13
EPS(元/股)	1.95	2.63	2.86	3.82	4.89
市盈率(P/E)	19.96	14.80	13.57	10.18	7.94
市净率(P/B)	6.37	2.05	1.79	1.52	1.28
市销率(P/S)	2.44	2.31	1.93	1.48	1.15
EV/EBITDA	0.00	8.52	6.52	4.16	2.78

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	432.74	1,719.23	2,151.01	2,808.41	3,238.04
应收票据及应收账款	212.39	268.90	258.04	185.73	383.74
预付账款	7.03	9.60	14.72	13.11	23.77
存货	228.41	303.75	463.27	417.82	838.11
其他	96.12	413.85	338.92	331.10	368.83
流动资产合计	976.69	2,715.32	3,225.97	3,756.17	4,852.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	205.26	198.57	361.35	476.21	549.31
在建工程	208.14	395.39	273.23	211.94	157.16
无形资产	100.57	94.50	78.12	61.75	45.37
其他	65.57	74.60	61.45	56.61	56.64
非流动资产合计	579.54	763.05	774.16	806.51	808.48
资产总计	1,556.23	3,478.37	4,000.13	4,562.68	5,660.99
短期借款	81.91	0.00	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	218.53	291.15	423.34	403.00	698.95
其他	171.11	160.10	176.33	180.81	248.25
流动负债合计	471.55	451.25	649.67	633.81	997.20
长期借款	82.20	91.26	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	81.72	88.19	77.36	82.42	82.66
非流动负债合计	163.92	179.45	77.36	82.42	82.66
负债合计	635.47	630.70	727.03	716.23	1,079.86
少数股东权益	3.29	2.47	2.17	1.29	0.24
股本	112.75	150.33	150.33	150.33	150.33
资本公积	472.86	2,034.23	2,034.23	2,034.23	2,034.23
留存收益	801.52	2,689.99	3,120.60	3,694.82	4,430.56
其他	(469.66)	(2,029.34)	(2,034.23)	(2,034.23)	(2,034.23)
股东权益合计	920.76	2,847.68	3,273.10	3,846.44	4,581.14
负债和股东权益总	1,556.23	3,478.37	4,000.13	4,562.68	5,660.99

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	292.14	394.06	430.61	574.22	735.74
折旧摊销	48.74	46.52	35.75	42.81	48.05
财务费用	(12.35)	(19.94)	(17.39)	(21.77)	(27.04)
投资损失	2.01	8.25	3.21	4.00	4.00
营运资金变动	249.90	(258.81)	70.31	118.71	(300.90)
其它	(173.13)	183.26	(5.79)	(4.55)	3.19
经营活动现金流	407.32	353.33	516.69	713.42	463.05
资本支出	219.45	208.04	70.83	74.94	49.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(378.84)	(724.03)	(132.72)	(148.94)	(110.87)
投资活动现金流	(159.39)	(515.99)	(61.89)	(74.00)	(61.11)
债权融资	164.11	91.26	55.72	51.91	52.54
股权融资	46.63	1,631.20	12.50	21.77	27.04
其他	(176.37)	(274.61)	(91.24)	(55.70)	(51.88)
筹资活动现金流	34.38	1,447.85	(23.02)	17.98	27.70
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	282.30	1,285.19	431.78	657.39	429.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,391.09	2,529.26	3,025.05	3,961.64	5,083.78
营业成本	1,553.82	1,535.26	1,878.58	2,458.39	3,153.10
营业税金及附加	8.28	8.83	11.61	14.26	18.52
营业费用	246.46	249.76	296.45	388.24	508.38
管理费用	156.67	177.11	205.70	273.35	360.95
研发费用	76.81	110.89	105.88	154.50	203.35
财务费用	(44.79)	(30.57)	(17.39)	(21.77)	(27.04)
资产减值损失	38.24	(12.35)	10.04	11.98	3.22
公允价值变动收益	(3.07)	(8.37)	(5.48)	(3.65)	4.26
投资净收益	(2.01)	(8.25)	(3.21)	(4.00)	(4.00)
其他	3.24	47.09	17.38	15.31	(0.53)
营业利润	357.45	459.85	525.49	675.04	863.57
营业外收入	0.39	4.98	0.89	0.98	2.28
营业外支出	1.46	1.62	1.46	1.51	1.53
利润总额	356.38	463.21	524.92	674.50	864.32
所得税	64.24	69.15	94.62	101.18	129.65
净利润	292.14	394.06	430.30	573.33	734.67
少数股东损益	(0.55)	(0.82)	(0.31)	(0.90)	(1.07)
归属于母公司净利润	292.69	394.88	430.61	574.22	735.74
每股收益(元)	1.95	2.63	2.86	3.82	4.89

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	72.21%	5.78%	19.60%	30.96%	28.33%
营业利润	138.29%	28.65%	14.27%	28.46%	27.93%
归属于母公司净利润	160.15%	34.91%	9.05%	33.35%	28.13%
获利能力					
毛利率	35.02%	39.30%	37.90%	37.95%	37.98%
净利率	12.24%	15.61%	14.23%	14.49%	14.47%
ROE	31.90%	13.88%	13.16%	14.93%	16.06%
ROIC	44.69%	62.25%	41.57%	57.02%	79.37%
偿债能力					
资产负债率	40.83%	18.13%	18.18%	15.70%	19.08%
净负债率	-29.17%	-57.17%	-64.02%	-71.66%	-69.54%
流动比率	2.07	6.02	4.97	5.93	4.87
速动比率	1.59	5.34	4.25	5.27	4.03
营运能力					
应收账款周转率	14.47	10.51	11.48	17.85	17.85
存货周转率	9.61	9.51	7.89	8.99	8.10
总资产周转率	1.80	1.00	0.81	0.93	0.99
每股指标(元)					
每股收益	1.95	2.63	2.86	3.82	4.89
每股经营现金流	2.71	2.35	3.44	4.75	3.08
每股净资产	6.10	18.93	21.76	25.58	30.47
估值比率					
市盈率	19.96	14.80	13.57	10.18	7.94
市净率	6.37	2.05	1.79	1.52	1.28
EV/EBITDA	0.00	8.52	6.52	4.16	2.78
EV/EBIT	0.00	9.13	6.98	4.43	2.94

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com