



携手专业团队，外延扩张可期

中信证券研究部

2014年11月5日

鄢鹏

电话: 021-20262135

邮件: yanpeng@citics.com

执业证书编号: S1010514080001

揭力

电话: 021-20262115

邮件: jieli11@citics.com

执业证书编号: S1010511030001

投资评级

买入 (维持)

当前价: 11.86 元

目标价: 14.27 元

事项:

公司与蝶彩资产管理(上海)有限公司签署《战略合作与并购顾问协议》，引进蝶彩资产作为公司战略合作伙伴，依托蝶彩资产在公司战略规划和资本市场领域进行合作，对公司实施国内外产业并购和整合的思路进行梳理，以抓住行业整合机会，促进公司快速、稳健的发展。对此我们点评如下：

评论:

专业团队助力外延扩张，有望拓宽成长道路。蝶彩资管在并购重组运作方面战绩颇丰，例如江苏宏宝、九鼎新材等项目的介入。蝶彩资管将为公司提供收购与兼并等资本领域的顾问，顾问服务包括但不限于提供并购方案设计、财务与法律尽职调查、引荐投资人、甄别发行渠道、协调中介机构、资本市场日常事务咨询。蝶彩亦可能为公司推荐优质并购标的、与标的方进行沟通、尽职调查、谈判并促成协议等。与蝶彩的战略合作意味着公司将借助专业第三方力量，主要通过并购的方式在业务拓展、产业延伸、变革转型方面实现质的突破。

公司品牌崛起路径清晰，核心成长价值明确。公司此前三季报费用短期较高（营销组合拳投入持续）业绩低于预期。值得欣慰的是，公司 Q3 收入增速保持高质量增长，坚定了小喜的长期成长逻辑（相对标准化的床垫行业将孕育品牌大龙头），公司价值根基未变。对于一个目前市值仅 30 多亿、未来有望持续引领行业成长的公司，市场不应过度纠结业绩增速 5%~10% 的预期差。公司将积极总结今年得失，明年在继续加强品牌营销和渠道变革驱动收入端增长的同时，合理控制费用；同时考虑低基数效应，收入、业绩增长值得期待。此外，智能床垫为核心的智能家居业务有望作为，青少年儿童家居亦将贡献增量（迪士尼授权部分叠加迪士尼概念）。

风险因素：

并购进度低于预期，房地产下行压力加大，终端需求下滑，新渠道拓展不力等。

投资建议：

国内床垫行业稳健增长，集中度提升催生品牌龙头；公司通过研发创新、品牌建设以及多元化渠道拓展成为国内睡眠产业领导者，引领行业未来成长。销售端小喜实现高质量增长印证长期发展逻辑，费用管控未来有望改进。携手专业团队，外延扩张有望切实推进以实现产业延伸与变革转型。我们维持公司 2014-16 年 EPS 预测为 0.47/0.63/0.81 元。维持公司“买入”评级和目标价 14.27 元，继续坚定看好公司中长期成长价值。

表 1：公司盈利预测与估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	897.1	1,021.9	1,384.6	1,823.6	2,341.6
增长率 YoY%	7.02	13.91	35.49	31.71	28.40
净利润（百万元）	101.7	120.2	146.85	197.11	256.68
增长率 YoY%	15.78	18.16	22.16	34.23	30.22
每股收益 EPS（基本）（元）	0.32	0.38	0.47	0.63	0.81
净资产收益率 ROE%	10.04	10.96	12.24	14.73	16.91
PE	39	33	26	20	15
PB	3.8	3.6	3.2	2.9	2.6

资料来源：中信量化投资分析系统 注：股价为 2014 年 11 月 4 日收盘

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。