

公司研究/首次覆盖

2017年03月09日

轻工制造/家用轻工 II

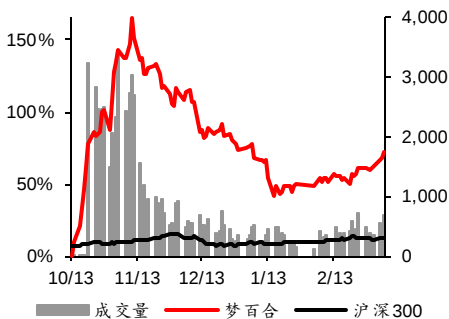
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 38.13
合理价格区间(元): 40.32-42.44

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 0755-82492080
联系人 zhang_qian@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

出口稳健增长，内销逐渐发力

梦百合(603313)

梦百合：记忆绵领军企业，综合竞争力突出

梦百合是国内记忆绵家居的龙头企业，主要产品包括记忆绵床垫（2015 年收入占比 58%）、记忆绵枕（2015 年收入占比 22%）及其他家居制品（2015 年收入占比 20%），出口和内销分别约占收入的 87%、13%。公司产品优势突出，成长性较高：1) 产品：梦百合产品质量稳定，研发能力突出，研发投入逐年增加；2) 品牌：梦百合自主品牌多次获国内外品牌荣誉和奖项。公司加大在国内市场的营销投入，并通过推出横跨不同价格区间的产品系列，提高品牌影响力；3) 渠道：在境外，公司主要通过优质大客户开展 ODM 业务。在境内，公司主要以“加盟+直营”模式推广自主品牌，截至 2016H1，公司境内共有直营店 21 家、经销门店 98 家。

记忆绵家居行业稳健增长，龙头有望受益于行业整合

外销方面，我国记忆绵床垫和记忆绵枕出口呈稳定增长态势，2015 年出口金额达 18 亿美元以上，2008-2015 年复合增速达 12%。我国记忆绵生产企业拥有成本低、产业链完善、研发能力强等优势，发达国家稳步增长的记忆绵家居需求和人民币贬值将提振出口。内销方面，居民可支配收入的提升、农村市场消费潜力的释放等因素将刺激国内需求增长。我国记忆绵家居行业集中度低，我们认为两大因素将助推行业整合，龙头有望在行业整合中受益：1) 消费者价格敏感性降低；2) 成本上涨压缩中小企业利润空间。

增长动力：内销逐渐发力，国内市场成公司新增点

在国内市场，梦百合通过拓展经销网络、与连锁酒店和家居品牌（如索菲亚）合作代销、开通线上渠道等方式，推广自主品牌。截至 2016H1，公司境内共有门店（加盟+直营）119 家。受益于自有品牌业务的发展，公司国内收入增长迅速，2013-2015 年收入从 0.8 亿元增长至 1.7 亿元，复合增长率达 48%。未来，梦百合计划在北京、上海、广州、成都等 28 个城市新建加盟和旗舰店共 405 个，总建设周期 3 年，建成后有望新增年收入约 1.5 亿元，利润约 4700 万元。

记忆绵龙头，首次覆盖给予“增持”评级

根据模型测算，梦百合 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.84、1.06、1.42 元。我们选取了 8 家 A 股上市的家居公司作为可比公司，盈利预测参考 Wind 一致预测，可比公司 2017 年平均 PE 倍数为 26 倍。考虑到公司竞争实力、长期发展空间以及次新股溢价，给予 2017 年 38-40 倍 PE 倍数，目标价格为 40.32-42.44 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：国际市场需求波动的风险，原材料价格波动风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	240.00
流通 A 股(百万股)	60.00
52 周内股价区间(元)	22.19-58.97
总市值(百万元)	9,151
总资产(百万元)	2,042
每股净资产(元)	6.71

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,162	1,377	1,659	2,037	2,430
+/-%	21.59	18.51	20.43	22.79	19.30
净利润(百万元)	130.82	164.26	202.17	254.64	340.22
+/-%	20.98	25.56	23.08	25.96	33.61
EPS(元)	0.55	0.68	0.84	1.06	1.42
PE(倍)	69.95	55.71	45.27	35.94	26.90

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

梦百合：国内记忆绵领导者	4
记忆绵家居：市场空间广阔，集中度有望提升	6
记忆绵家居海内外市场持续扩容	6
记忆绵家居国内市场集中度低	7
主业优势突出，内销逐渐发力	9
产品：质量稳定，研发优势明显	9
品牌：营销加码，品类拓张	10
渠道：境外 ODM+OBM 模式完善，境内多元化渠道铺开	12
募投项目：提高产能和技术水平，拓展国内销售网络	14
竞争对手对比：梦百合成长性较好	16
国内竞争对手对比：营收规模接近，梦百合增长情况较好	16
国际竞争对手对比：营收规模差距较大，梦百合持续增长	17
盈利预测与估值讨论	19
盈利预测	19
估值讨论	19
PE/PB - Bands	20
风险提示	21

图表目录

图表 1：公司主要产品	4
图表 2：公司主要产品收入占比（2016H1）	4
图表 3：公司收入区域占比（2015 年）	4
图表 4：2011-2016H1 公司主要产品毛利率	4
图表 5：公司前十大股东明细（截至 2016 年 9 月 30 日）	5
图表 6：公司近年来收入情况	5
图表 7：公司近年来业绩情况	5
图表 8：美国记忆绵床垫销售规模（亿美元）	6
图表 9：美国弹簧床垫销售规模（亿美元）	6
图表 10：2008-2015 中国记忆绵床垫出口规模	7
图表 11：2013 年中美记忆绵床垫及相关产品市场的集中度	7
图表 12：中国人均 GDP	8
图表 13：中国互联网普及率	8
图表 14：2008-2017 国内 TDI 每日市场平均价（元/吨）	8
图表 15：2009-2017 国内 MDI 和聚醚每月市场平均价	8
图表 16：公司销售收入的市场分布情况	9
图表 17：公司质量安全管理体系统	9

图表 18: 公司研发费用及在当年营业收入中的占比.....	9
图表 19: 公司在海外获得的专利	9
图表 20: 公司领先技术介绍	10
图表 22: 公司销售费用及销售费用率.....	11
图表 23: 公司广告宣传费及其在销售费用中的占比.....	11
图表 24: 第二届 MLILY 梦百合杯世界围棋公开赛.....	11
图表 25: 梦百合与曼联合拍视频宣传片	11
图表 26: 公司各系列产品介绍.....	11
图表 28: 梦百合境外销售渠道.....	12
图表 29: 家居贸易商在公司 ODM 业务中的占比.....	12
图表 30: EVERREST 为 JYSK 的合作商之一	12
图表 31: 公司境外销售平台	13
图表 32: 梦百合自有品牌境外经销商.....	13
图表 33: 公司境内销售渠道.....	14
图表 34: 公司加盟店数量增加.....	14
图表 35: 公司门店地区分布 (2016H1, 单位: 个)	14
图表 39: 梦百合国内上市公司竞争对手	16
图表 40: 2012-2016H1 喜临门、梦百合、盛诺营业收入及增速比较	16
图表 41: 2012-2016H1 喜临门、梦百合、盛诺归母净利润及增速比较.....	16
图表 42: 2015 喜临门、梦百合、盛诺销售地区收入占比比较.....	17
图表 43: 梦百合国内上市公司竞争对手	17
图表 44: 2012-2015 国外同业上市公司营业收入及其增长情况.....	18
图表 45: 2012-2015 国外同业上市公司净利润及其增长情况	18
图表 46: 分产品收入预测	19
图表 47: 可比公司估值.....	19
图表 48: 梦百合历史 PE-Bands	20
图表 49: 梦百合历史 PB-Bands	20

梦百合：国内记忆绵领导者

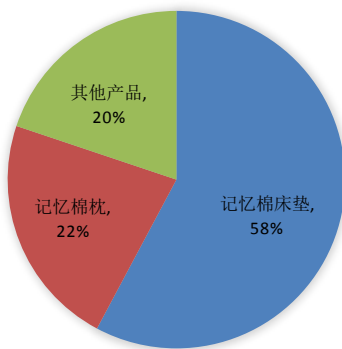
梦百合是我国记忆绵领域的领军企业。公司是国内大型记忆绵家居制品生产及出口企业之一，主营业务为记忆绵床垫、枕头及其他家居制品的研发、生产、销售，主要产品包括记忆绵床垫、记忆绵枕等。2016 年上半年，记忆绵床垫和记忆绵枕头的营业收入分别占比 58%、22%，产品毛利率分别达 40%、29%。

图表 1：公司主要产品

产品	产品简介
记忆绵床垫	采用记忆绵为材料功能性床垫，具有解压性、慢回弹等特性，可以吸收并分解人体的压力，塑造体型轮廓，带来无压力贴合感。
记忆绵枕	以记忆绵材料为基础，采用模塑成型、切割成型或粉碎填充等工艺进行加工的枕头，能有效分解人体相关部位压力，抵消反弹力。

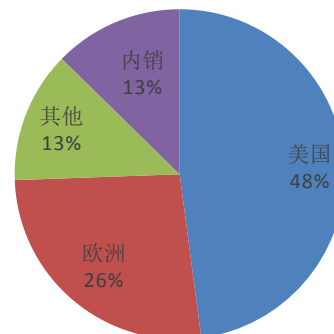
资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表 2：公司主要产品收入占比（2016H1）



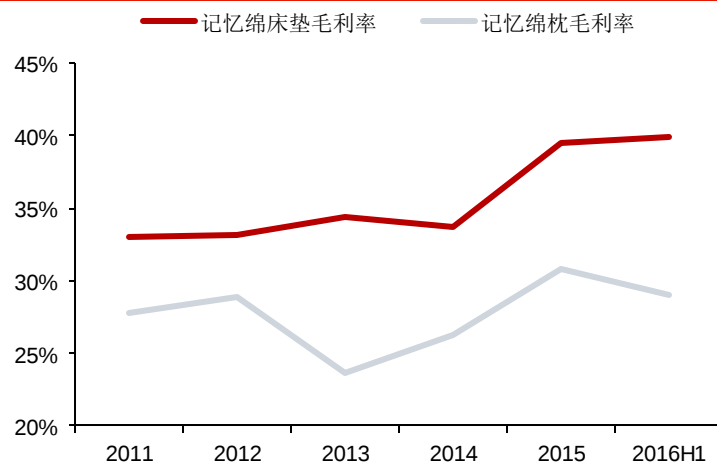
资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

图表 3：公司收入区域占比（2015 年）



资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

图表 4：2011-2016H1 公司主要产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

梦百合实际控制人为倪张根，股权结构稳定。公司是典型的家族控股企业，上市之前，控股股东倪张根先生持有公司 78.7% 的股份，其表兄弟吴晓风为第二大股东，持有 8.9% 的股份。上市后，二人分别持有公司 59.0%、6.7% 的股份。倪张根先生现任公司董事长、总经理、研发中心主任，梦百合仓储执行董事，恒康数控董事长，里高家具总经理，美国梦百合 CEO。

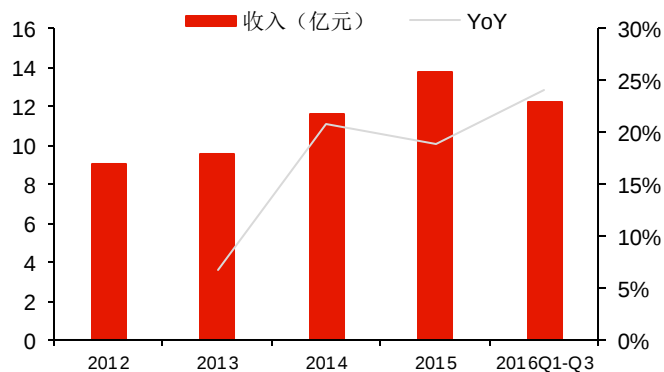
图表 5: 公司前十大股东明细 (截至 2016 年 9 月 30 日)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	倪张根	141,642,000	59.0
2	吴晓风	16,011,000	6.7
3	厦门创翼德晖股权投资合伙企业(有限合伙)	6,300,000	2.6
4	吴亚东	5,400,000	2.3
5	上海福攀投资管理合伙企业(有限合伙)	5,400,000	2.3
6	上海匀升投资合伙企业(有限合伙)	3,600,000	1.5
7	郭云龙	1,647,000	0.7
8	中国银河证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	331,000	0.1
9	国泰君安证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	264,000	0.1
10	国信证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	234,600	0.1
	合计	180,829,600	75.4

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

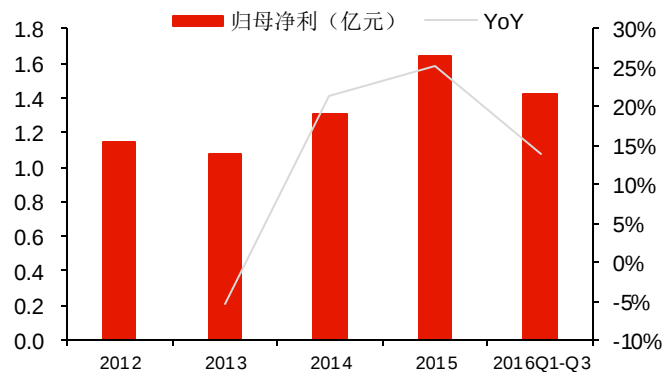
近年来，梦百合收入、业绩稳健增长。2012-2015 年，公司收入、业绩复合增长率分别为 15.3%、12.9%，呈持续增长态势。公司业绩增长受益于记忆绵家居制品市场规模的扩大。根据 ISPA（国际睡眠协会组织）统计，2004 年至 2015 年，梦百合主要市场之一的美国记忆绵床垫等功能性床垫的销售规模由 6.25 亿美元上升至 17.9 亿美元，CARG 达到 10%，高于同期弹簧床垫 3.7% 的复合增长率。同时，公司通过扩张产能、开拓客户、推广自主品牌等举措提升了市场份额。

图表 6: 公司近年来收入情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 7: 公司近年来业绩情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

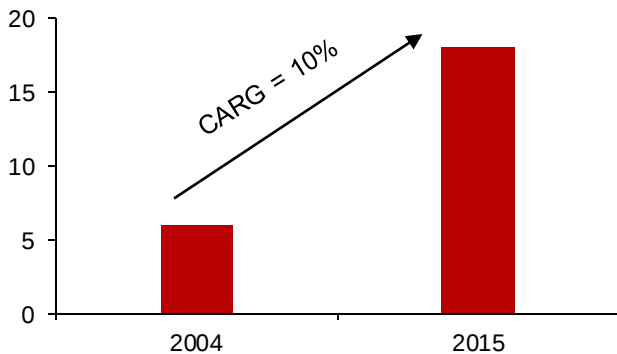
记忆绵家居：市场空间广阔，集中度有望提升

记忆绵家居海内外市场持续扩容

记忆绵家居制品是以记忆绵材料为基础进行加工的家居产品，主要包括记忆床垫、记忆绵枕等。它具有特殊的黏弹特性，表面较为柔和，与人体接触面积相对较大，从而有明显慢回弹和分解压力等特征。

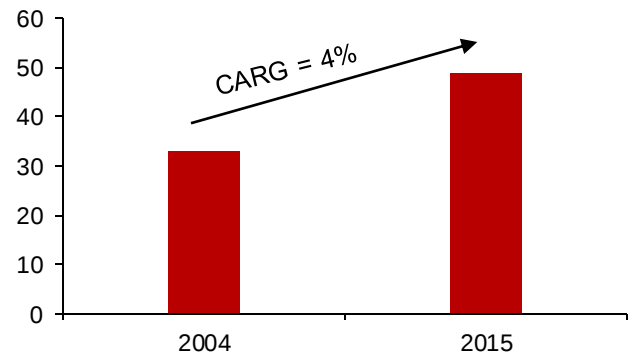
发达国家记忆绵家居市场需求稳步增长。记忆绵材料自 1990 年开始投入发达国家的家居市场。由于推广时间长，消费者认知和接受程度高，市场需求稳步增长。以美国床垫市场为例，记忆绵床垫对消费者的吸引力提升，并对传统普通弹簧床垫形成替代效应。根据 ISPA（国际床上用品协会）统计，2004-2015 年，美国市场记忆绵床垫等功能性床垫的销售规模由 6 亿美元上升至 18 亿美元，复合增长率（CARG）达 10%。同一时期，2004-2015 年，弹簧床垫的销售规模由 33 亿美元上升至 49 亿美元，CARG 仅为 4%。记忆绵床垫正逐步成为美国床垫市场的重要组成部分，目前市场份额约为 15%。

图表 8: 美国记忆绵床垫销售规模（亿美元）



资料来源：ISPA，华泰证券研究所

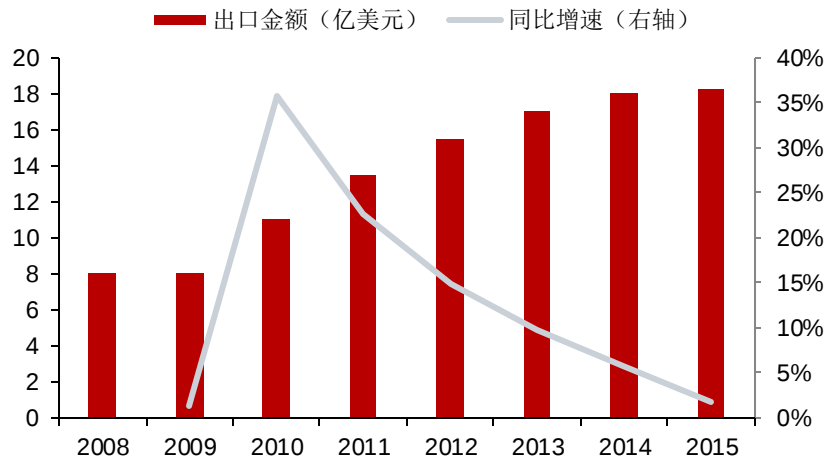
图表 9: 美国弹簧床垫销售规模（亿美元）



资料来源：ISPA，华泰证券研究所

受益于海外记忆绵需求的增长，我国记忆绵家居制品出口呈稳定增长态势，出口规模达 18 亿美元以上。经过多年的经营积累，国内主要记忆绵家居制品生产企业在全球记忆绵家居制品市场供给规模不断扩大。据中国海关统计，2008-2015 年，我国记忆绵床垫和记忆绵枕头出口金额从 8 亿美元增长至 18 亿美元，CARG 为 12%。相对于发达国家和一些发展中国家，我国记忆绵生产企业拥有成本低、产业链完善、研发能力增强等优势。叠加人民币贬值等因素，记忆绵出口仍将稳健增长。

图表 10: 2008-2015 中国记忆绵床垫出口规模



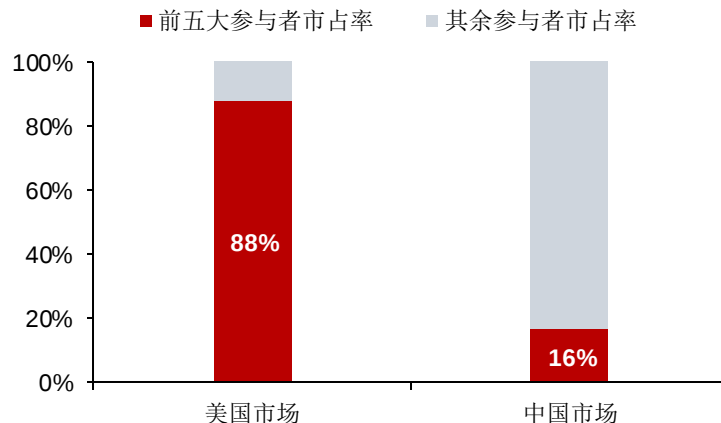
资料来源：中国海关，华泰证券研究所

中国记忆绵家居市场需求快速增长。据 CSIL（意大利米兰工业研究中心）预测，目前我国记忆绵床垫在床垫市场中的占比约为 5%至 10%左右。受益于居民可支配收入的提升、农村市场消费潜力的释放、存量家具升级需求、健康意识增强等因素，我们认为国内记忆绵家居制品的市场需求将快速增长，市场空间有望继续扩大。

记忆绵家居国内市场集中度低

中国记忆绵市场分散，集中度有待提高。据 Frost&Sullivan（弗若斯特沙利文，成立于 1961 年的全球顾问公司）数据显示，2013 年中国前五大参与者占整个记忆绵及相关产品市场的 16%。相比之下，2013 年美国前五大参与者的市场份额高达 88%，我国记忆绵市场的集中度有很大提升空间。

图表 11: 2013 年中美记忆绵床垫及相关产品市场的集中度

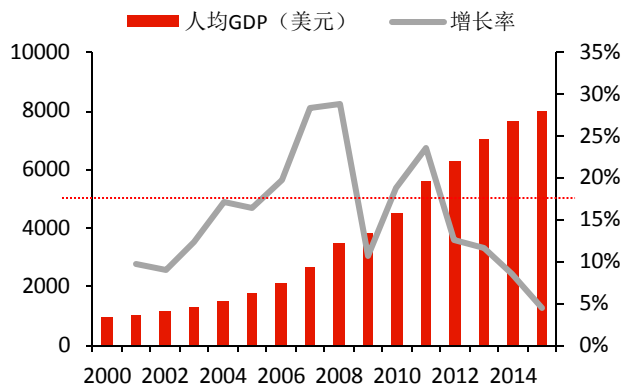


资料来源：盛诺集团招股说明书，华泰证券研究所

我们认为，行业整合将加速，龙头企业有望受益。主要有以下两个驱动因素：

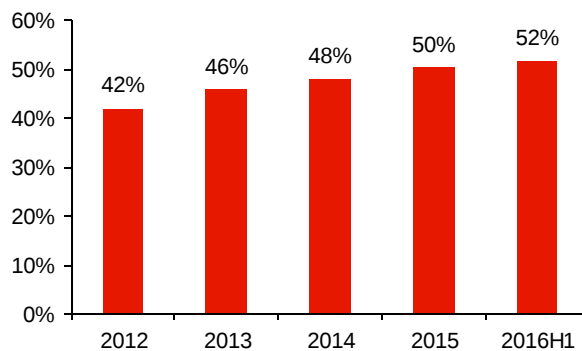
- **人均 GDP 的提升和互联网的普及下，体验、服务、健康、审美等需求将成为购买决策的重要因素，消费者对价格的敏感性将逐渐降低。**参照国际经验，人均 GDP 达到 5000 美元以上时，消费者会更加关注品牌、产品质量、设计感等因素。我国目前人均 GDP 已经超过该水平。同时，互联网的普及可以消除信息不对称，消费者对品牌的认知能力提升，产品力的价值将更容易得到体现。而品牌的建立、设计感的提升、产品质量的提高都需要企业进行持续的资本投入，中小企业难以有优势。未来随着大品牌的渠道下沉，优质品牌获取市场份额的效率会更高，中小企业在中低端的市场空间将可能被进一步压缩。

图表 12: 中国人均 GDP



资料来源：世界银行，国家统计局，Bloomberg，华泰证券研究所

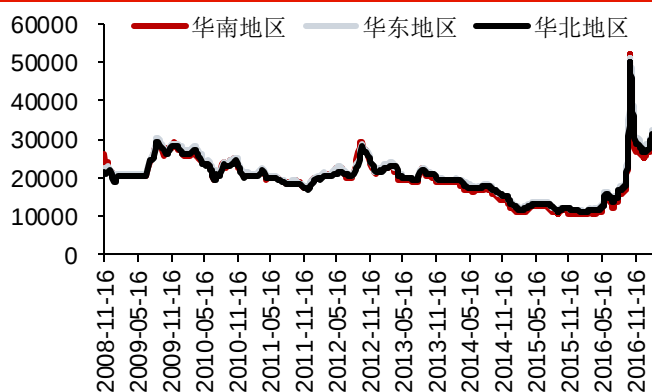
图表 13: 中国互联网普及率



资料来源：中国互联网络信息中心，华泰证券研究所

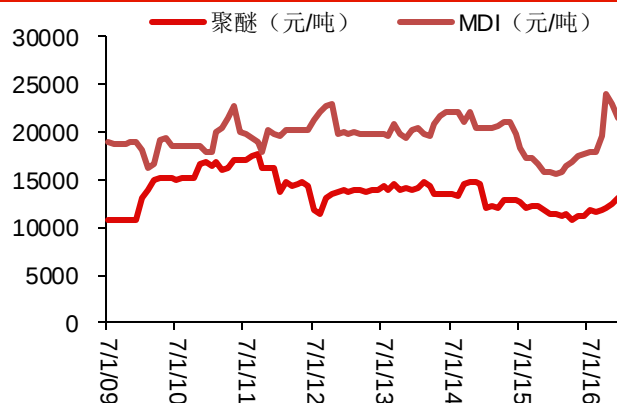
- **原材料成本压力削弱了中小企业的竞争力。**记忆绵家居制造的上游主要为聚醚、TDI、MDI 等化工原料产业。三者均是制作聚氨酯（海绵）的重要原材料，全球生产和供应集中于几大供应商，价格波动具有一定联动性。根据梦百合和盛诺集团（香港记忆绵家居制造商）招股说明书披露的数据，在记忆绵家居的制造成本中，化工原材料所占比例高达 70% 以上。可见，企业原材料成本的控制能力对于利润率的保证至关重要。与中小企业相比，大型企业管理规范、供应商稳定、议价能力强，更容易对冲成本波动所带来的利润损失风险。

图表 14: 2008-2017 国内 TDI 每日市场平均价（元/吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 15: 2009-2017 国内 MDI 和聚醚每月市场平均价



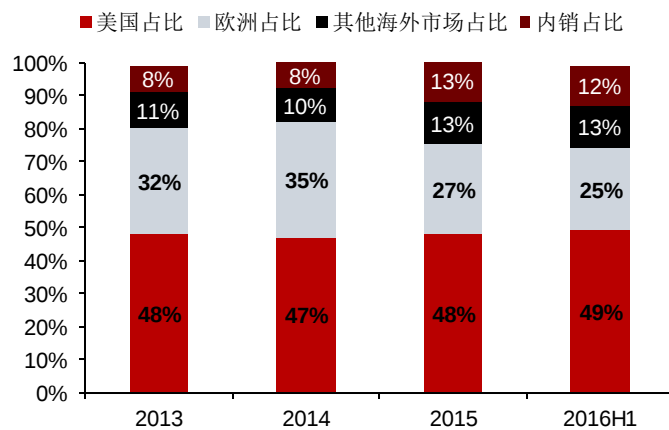
资料来源：Wind，华泰证券研究所

主业优势突出，内销逐渐发力

产品：质量稳定，研发优势明显

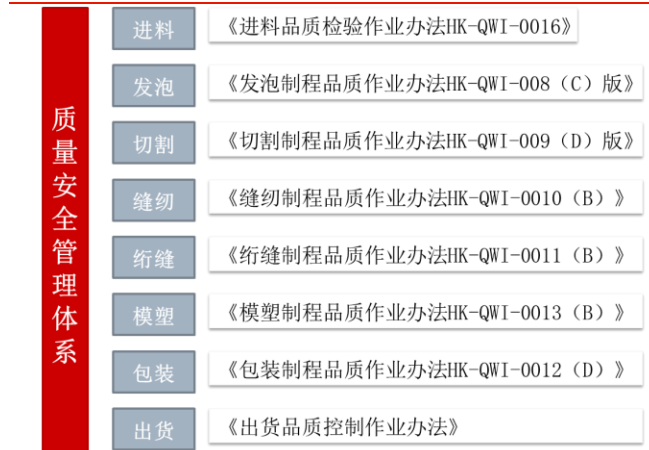
公司产品质量稳定，主要出口至发达国家和地区。2013-2016 年上半年，美、欧市场的外销收入在销售收入中的占比分别达 40%、25% 以上。稳定的产品质量是公司能够通过较为严格的质量标准考核，并与境外记忆绵家居制品品牌商、贸易商保持稳定合作关系的基础。同时，公司强化生产全程质量控制理念，建立起从原材料采购、生产加工，到产成品验收入库、出厂检验的质量安全管理体系，并通过了 ISO9001:2008 质量管理体系认证，产品质量得到保障。

图表 16： 公司销售收入的分布情况



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

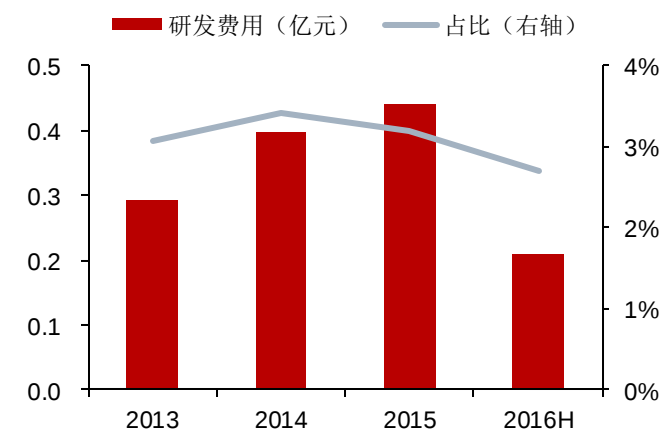
图表 17： 公司质量安全管理体



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

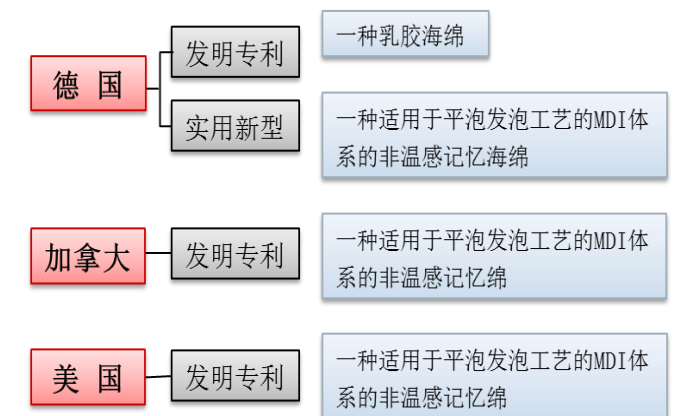
公司产品研发能力突出，研发投入逐年增加。梦百合拥有流水线发泡技术等多个国内外领先技术，其技术中心被认定为江苏省太空记忆绵工程技术研究中心。同时，公司拥有多项国内外专利技术，截至 2016 年 6 月 30 日，拥有专利 55 项，其中发明专利 11 项，实用新型专利 41 项，外观设计专利 3 项。梦百合研发投入逐年增加，2013-2016 年上半年，研发投入分别为 0.29 亿元、0.40 亿元、0.44 亿元、0.21 亿元，在当年营收中的占比均为 3% 左右。可以预见，随着公司营业收入的增加，研发投入的规模也将相应增加。

图表 18： 公司研发费用及在当年营业收入中的占比



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表 19： 公司在海外获得的专利



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表 20: 公司领先技术介绍

技术名称	技术来源	技术特点	技术先进性
流水发泡技术	自主研发	引进全自动人机控制海绵连续发泡机、加拉平顶设备、自动收膜等设备实现记忆绵、普通海绵、高回弹海绵等产品的流水线生产。该生产线采用人机界面触摸屏、全电脑自动操作控制实现生产配方的可无间断转换,从而可以一次生产多种海绵产品;较长的设备平面输送带有利于高密度海绵的熟化及表面的干燥;而大规格的原料储罐可以实现生产过程的连续不间断并且不受原料的温度、种类的限制。	国内领先
流水线发泡温度控制技术	自主研发	采用自动调温恒温系统,在温度设定后设备可根据生产所需要提供冷却循环水给设备恒温,同时可提供冷水、热水,将温度恒定在 $\pm 1^{\circ}\text{C}$ 之间,实现自动调温和连续搅拌。	国内领先
产品外观设计 CAD 精密绘图技术	自主研发	可针对记忆绵家居产品外观及造型进行设计绘制,更快速、更精准的模拟设计产品外观造型供客户参考。结合人体工学设计和精密切割技术,可使产品体验更舒适,外观更美观。	国内领先
面料电脑自动排版技术	自主研发	引进国内全自动排料系统,能在 15 分钟内完成样板的制作、排版、排料一系列的工作,效率高,节省排料时间和节省布料,排版效率一般在 85% 以上,使得对面料的单耗核算更精确。	国内领先
双重滚压海绵排气技术	自主研发	海绵双重压技术是通过双重滚桶输送带传送方式,对海绵进行两次压缩排气,通过输送带流水线可以很大程度上加快作业速度。	国际领先
床垫自动滚胶复合技术	自主研发	改变传统喷胶方式所产生的胶雾及飞溅带来的浪费,有效提升胶料的利用率,将胶料的利用率提高到 95%;同时通过配置自动流量控制系统,可保证涂胶均匀,厚度可调,并解决传统喷胶方式带来的喷枪堵塞及漏喷现象。	国际领先

资料来源:公司招股说明书,华泰证券研究所

品牌: 营销加码, 品类拓张

公司主动向品牌制造商转型。在 ODM 业务稳定发展的基础上,公司于 2008 年创立名为“MLILY”(梦百合)的自主品牌。经过公司多年的经营和积累,公司自主品牌在国内外的影响力逐步提升,并多次获得荣誉和奖项。

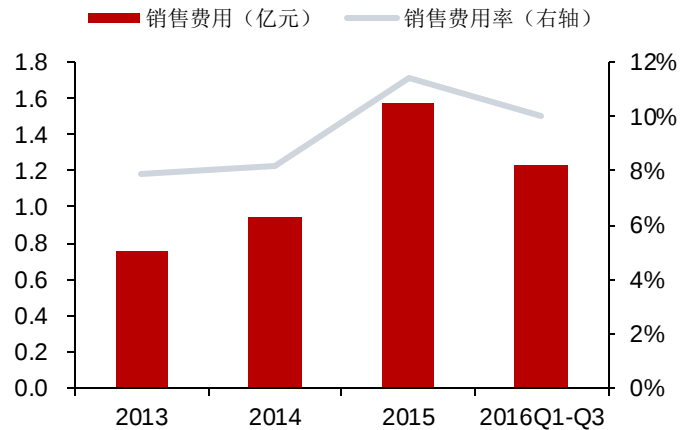
图表 21: 梦百合品牌所获荣誉

所获荣誉	评定单位	获奖级别
江苏省重点培育和发展的国际知名品牌	江苏省商务厅	国内
江苏省著名商标	江苏省工商行政管理部门	国内
江苏省名牌产品	江苏省名牌战略推进委员会	国内
2015 年 GIA 全球家居创新奖	IHA 国际家居协会与国际家居展组委会	国际

资料来源:公司招股说明书,公司官网,网易家居,华泰证券研究所

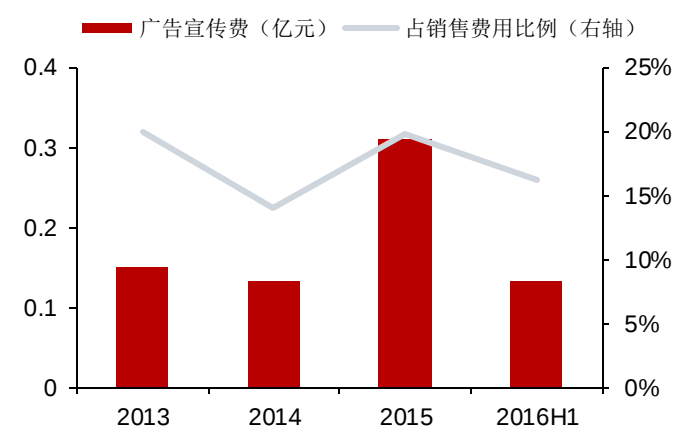
公司加大营销投入,主动推介,扩大品牌影响力。近年来,公司持续进行市场投入,2015-2016 年的销售费用率明显高于 2013-2014 年水平。2015 年,公司组织一系列品牌推广活动,如赞助第二届 MLILY 梦百合杯世界围棋公开赛、举办 MLILY 梦百合零压睡眠发布会、举办梦百合酒店零压用品推广发布会、在第五届美国硅谷高科技创新创业高峰会发起“零压生活”的公益活动等。2016 年,梦百合正式成为曼联俱乐部第一家来自中国的全球赞助商。除此之外,公司以低价为酒店提供记忆绵床垫,酒店协助公司进行线下宣传。

图表 22: 公司销售费用及销售费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 23: 公司广告宣传费及其在销售费用中的占比



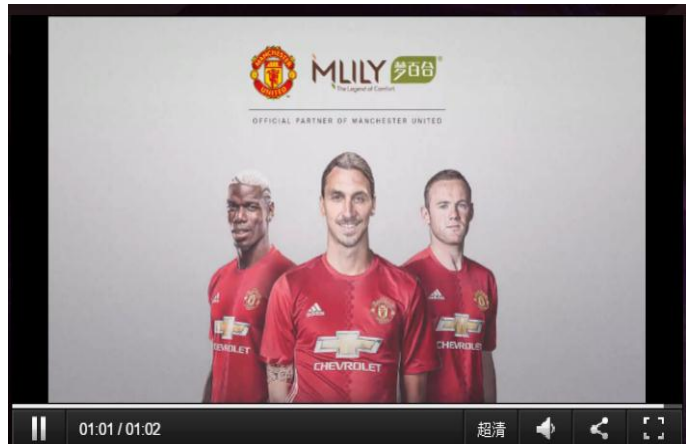
资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表 24: 第二届 MLILY 梦百合杯世界围棋公开赛



资料来源: 新浪网, 华泰证券研究所

图表 25: 梦百合与曼联联合拍视频宣传片



资料来源: 公司天猫旗舰店, 华泰证券研究所

公司拓张品类, 扩大覆盖范围, 提高品牌影响力。在专注主营产品(记忆绵床垫和记忆绵枕)的同时, 公司针对当前我国居民消费层次明显的特点, 推出电商特惠、酒店特供床垫、智能床垫、美国热销床垫等各系列产品, 覆盖不同价格区间, 涵盖各主流床垫材质(包括弹簧、乳胶、记忆绵等), 扩大客户覆盖范围。此外, 公司还进军母婴和办公家具市场, 进一步提高品牌的影响力。

图表 26: 公司各系列产品介绍

产品 样图							
材质	记忆绵	乳胶海绵	弹簧	弹簧	记忆绵	记忆绵	记忆绵
价格 区间	< 500 元	1000-2000 元	2001-5000 元	5001-10000 元	>10000 元	99-1199 元	200-400 元
产品 系列	线上爆款	智能专区	电商特惠	酒店特供	美国热销	母婴	办公

资料来源: 公司天猫旗舰店, 华泰证券研究所

渠道：境外 ODM+OBM 模式完善，境内多元化渠道铺开

境外：以 ODM 为主，OBM 为辅，客户稳定优质

境外市场是公司主要收入来源，近年来收入占比维持在 80%以上。在境外市场，梦百合的销售模式以 ODM 为主，并以 OBM 为辅，销售渠道以家居展会和海外子公司销售平台为主。

图表 27：2013-2016H1 销售渠道收入占比

区域	模式	2013	2014	2015	2016H1
境外	ODM	87%	85%	77%	79%
	OBM	5%	7%	11%	8%
	小计	92%	92%	88%	87%
境内	ODM	6%	5%	5%	5%
	直营	1%	1%	2%	0.3%
	特许加盟	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
	网络销售	0.2%	1%	3%	2%
	其他	0.7%	0.7%	1%	5%
	小计	8%	8%	12%	13%
合计		100%	100%	100%	100%

资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

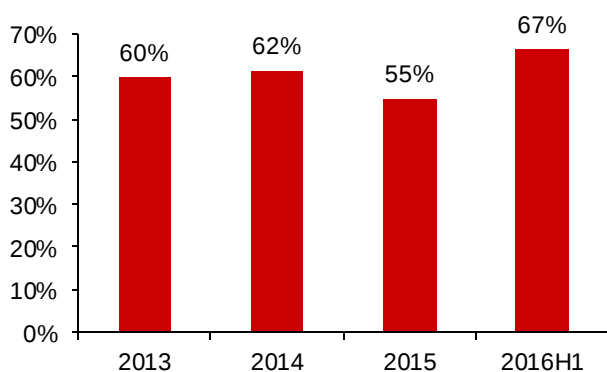
图表 28：梦百合境外销售渠道

销售渠道	简介	举例
家居展会	通过参加境外家居行业展会与潜在客户沟通并获取订单	科隆家具展、法兰克福家纺展、东京礼品展等
海外子公司销售平台	通过海外子公司拓展海外经销商，利用经销商销售网络	美国梦百合通过经销商 SLEEP IMPORTERS LLC 在佐治亚州进行销售

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

ODM 模式方面，客户优质稳定。由于欧美发达国家知名家具品牌在选择供应商前有严格的审定程序（包括设计研发能力、生产流程、全球供应能力等），且审定时间长（1-2 年），因此家具制造商与家居品牌商的全球供应关系一经确立，则较难发生改变。公司通过多年在国际市场的经营和发展，与部分家居制品品牌商、家居贸易商建立了长期稳定的合作关系，间接为 MACY'S、LOWE'S、JYSK 等知名企业提供服务（如公司的大客户之一 EVERREST 为 JYSK 的合作商之一）。2013-2016H1，家居贸易商在公司 ODM 业务中的占比分别高达 59.8%、61.5%、54.9%和 66.5%。

图表 29：家居贸易商在公司 ODM 业务中的占比



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表 30：EVERREST 为 JYSK 的合作商之一

JYSK - A SUCCESS STORY

More than 8 years ago JYSK and EverRest formed a relationship kicking off the creation of Wellpur – the private label brand of JYSK developed, groomed and grown by EverRest

For the last 8 consecutive years EverRest has supported JYSK in achieving an astonishing two-digit growth in sales of the Wellpur range year on year.

资料来源：EVERREST 官网，华泰证券研究所

OBM 模式方面，公司自主品牌外销部分采取经销模式，经销网络覆盖 4 大洲。公司将目标市场划分为若干区域，通过各区域的海外子公司在每个区域内选择授权经销商，并由经销商负责各自区域内的品牌推广、产品销售和服务。目前，公司共有 4 个海外销售子公司，其中，美国市场由美国梦百合负责，欧洲市场由恒康塞尔维亚、恒康法国和西班牙梦百合共同覆盖。目前，公司在境外授权经销商一共有 8 家，其中，美国 5 家、日本 1 家、英国和爱尔兰 1 家、澳大利亚和新西兰 1 家。

图表 31： 公司境外销售平台

海外销售平台	负责区域	经营业务
美国梦百合	美国	自主品牌销售
恒康塞尔维亚	欧洲及附近地区	研发、生产和销售业务
恒康法国	法国等地区	家居产品进出口贸易与销售
西班牙梦百合	西班牙	自主品牌销售

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表 32： 梦百合自有品牌境外经销商

国家	授权区域	经销商名称
美国	德克萨斯州	PURE MATTRESS
	佐治亚州	PRICE 3 SALES
	田纳西州	INFINITY MATTRESS
		WINWALKER DISTRIBUTORS
	科罗拉多州	AMERICAN MATTRESS WAREHOUSE
日本	日本境内	SHIYOU TRADING CO., LTD
英国、爱尔兰	英国及爱尔兰境内	YOUR CHINA LTD
澳大利亚、新西兰	澳大利亚及新西兰境内	GRAND VIEW INTERNATIONAL PYT LTD

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

境内：以 OBM 为主，多元化渠道铺开

2015 年以来，公司的国内收入主要来自于 OBM 产品，搭建多元化渠道，推广“梦百合”自主品牌产品。受益于 OBM 业务的发展，公司国内业务收入增长快速，2013-2015 年营收从 0.8 亿元增长至 1.7 亿元，复合增长率达 48%。

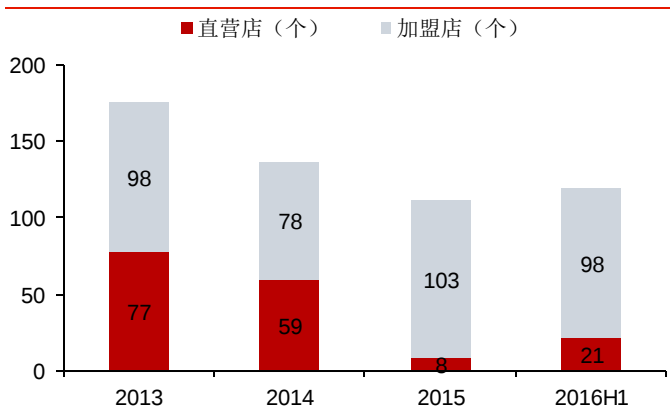
OBM 方面，近年来，公司逐步建立起全方位的渠道销售网络，并持续优化渠道网络的内部结构：

- **C 端：以“加盟+直营”为主，覆盖线上线下。**线上渠道为天猫商城、京东商城等大型综合平台和土巴兔、齐家网、美乐乐等家装或家具平台；线下渠道以“直营网点+特许加盟商”为主，家居卖场、百货商场等为辅的方式进行销售。截至 2016H1，公司共拥有直营网点 21 家，特许加盟经销商 98 家，已形成了一个以华东为中心、覆盖全国 7 大区域的门店网络。**线下门店网络的内部结构持续优化。**2013-2016H1，从总数上看，门店数量在减少，但从结构上看，加盟店的占比在上升。原因主要是：直营店租金和运营成本较高，更适合用于展示；加盟店占用公司管理和资金资源较少，其数量的增加更有利于实现公司占领国内市场份额的目的。
- **B 端：通过亚朵、华住、宜必思等连锁酒店、索菲亚家居等家居制造企业合作代销。**
- **除营销网络外，公司还加大对内销团队的建设。**2015 年，公司招聘了一批具有较多销售经验的人才，并相应加大了内销销售团队的激励政策，导致当年销售费用中职工薪酬较 2014 年增加约 1800 万元。

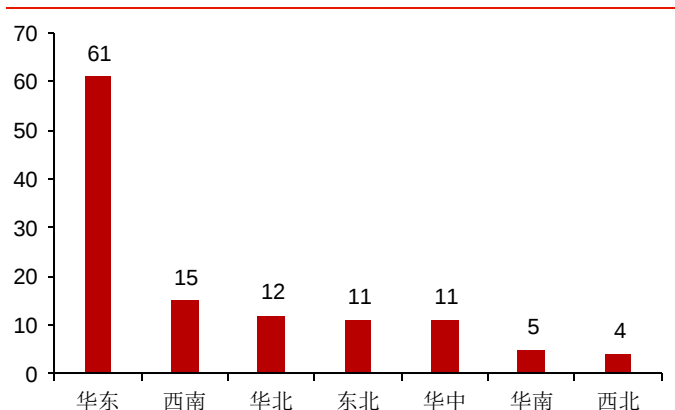
图表 33: 公司境内销售渠道

销售渠道		举例
C 端	线上平台:	天猫商城、京东商城、土巴兔、齐家网、美乐乐、聚划算等电视销售平台
	线下平台	: 加盟+直营 百货商场及购物中心 红星美凯龙等家居卖场
B 端	连锁酒店	亚朵、华住、宜必思等
	家居制造商	索菲亚

资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表 34: 公司加盟店数量增加

资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表 35: 公司门店地区分布 (2016H1, 单位: 个)

资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

ODM 方面, 与境外 ODM 模式相同, 公司通过与客户签订订单提供产品。公司目前的主要合作方为: 北极绒、睡眠博士等境内家居用品知名品牌合作。

募投项目: 提高产能和技术水平, 拓展国内销售网络

公司此次 IPO 募集资金总额为 8.67 亿元, 募投项目为: 1. 年产记忆绵床垫 148 万个、记忆绵枕 362 万个的技改及扩产项目 (4.65 亿元); 2. 研发中心扩建项目 (0.49 亿元); 3. 营销网络建设项目 (0.53 亿元); 4. 补充公司流动资金项目 (3 亿元)。

图表 36: 募投项目投资额度

项目名称	投资金额 (亿元)
记忆绵床垫、枕头技改及扩产项目	4.65
研发中心扩建项目	0.49
营销网络建设项目	0.53
补充公司流动资金项目	3.00
合计	8.67

资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

技改及扩产项目:截至 2015 年, 公司记忆绵床垫、记忆绵枕产能利用率分别达到 104.7%、102.7%, 产销率分别达到 99.2%、99.8%, 2016 年上半年公司记忆绵床垫、记忆绵枕产能利用率分别达到 102.6%、85.7%, 产销率达到 101.1%、103.4%

图表 37： 公司产能及产销率变动情况（产能、产量单位：万件）

年份	记忆绵床垫					记忆绵枕				
	销量	产量	产能	产销率	产能利用率	销量	产量	产能	产销率	产能利用率
2013	151	154	150	97.8%	102.9%	401	424	400	94.7%	105.9%
2014	178	182	160	97.7%	113.9%	440	435	500	101.1%	87.0%
2015	208	209	200	99.2%	104.7%	923	924	900	99.8%	102.7%
2016H1	114	113	220	101.1%	102.6%	398	385	900	103.4%	85.7%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

募投项目将缓解公司产能压力，为业务扩张打下基础。项目达产后，将新增记忆绵床垫产能 148 万个，记忆绵枕产能 362 万个。项目建设期为 36 个月，投产后第一年达设计产能的 30%，第二年达设计产能的 60%，第三年达设计产能的 80%，第四年及以后年度完全达产。预计公司在上市后三到四年内，将实现记忆绵床垫 370 万个、记忆绵枕 1260 万个的生产能力。预计项目达产后，可带来的年平均销售收入约 6.2 亿元，年平均利润总额约 1.3 亿元，投资平均利润率约为 28%。

研发中心扩建项目：本项目总投资 4900 万元，项目建设期 1 年，资金主要用于记忆绵原料、制成品、生态等研发实验室、记忆绵家居制品第三方实验室、增添相关设备、支付人员开支等。本项目建成后，将从事记忆绵材料家居用品的研发，有效提升公司研发水平和服务水平，保持和提升公司竞争力。

营销网络建设项目：本项目总投资 5300 万元，其中包括加盟店投资 2800 万元、旗舰店投资 1400 万元以及其他流动资金 1140 万元，拟在上海、北京、广州、成都等 28 个城市新建战略加盟专柜 190 个、战略加盟专卖店 210 个，并在北京、上海、武汉、深圳和杭州五个城市以租赁的方式建立 200 平方米以上的旗舰店。预计每个门店的实施周期为 4-6 个月，本项目中的所有店铺将分批实施，项目总体建设期为 3 年。预计项目达产后，可带来的年平均销售收入约 1.5 亿元，年平均利润总额约 4700 万元，投资平均利润率约为 89%。

图表 38： 募投项目开店计划

类型	选址	店数（家）	总面积（平方米）
战略加盟专柜	上海、北京、广州、成都等 28 个城市	190	4000
战略加盟专卖店	上海、北京、广州、成都等 28 个城市	210	8700
旗舰店	北京、上海、武汉、深圳和杭州	5	1100
合计		405	13800

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

竞争对手对比：梦百合成长性较好

国内竞争对手对比：营收规模接近，梦百合增长情况较好

梦百合的国内主要上市公司竞争对手有盛诺集团、喜临门等。喜临门创始于 1986 年，在业内处于领先地位，上市较早，品牌影响力较高；盛诺集团成立于 2000 年，以生产床品及聚氨酯泡沫为主。主要竞争对手具体情况介绍如下：

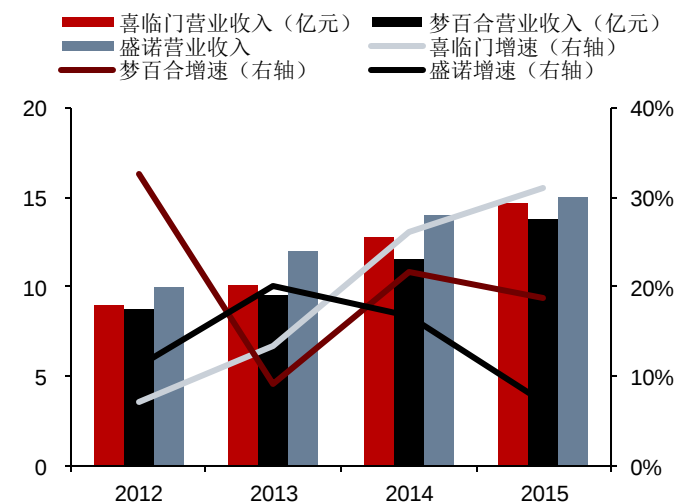
图表 39：梦百合国内上市公司竞争对手

公司	简介
盛诺集团有限公司(HK)	总部设在香港的大型的记忆绵产品生产企业，旗下东莞赛诺家居用品有限公司、圣诺盟聚氨酯(东莞)有限公司等公司涉及记忆绵系列寝具和健康舒压系列用品的生产制造，产品市场包括中国大陆、香港、欧洲、美国及日本。
喜临门家具股份有限公司	国内床垫行业知名企业，床垫类产品包括弹簧床垫、乳胶床垫及记忆绵床垫等。除拥有自主品牌外，也为国外知名品牌提供贴牌产品。

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

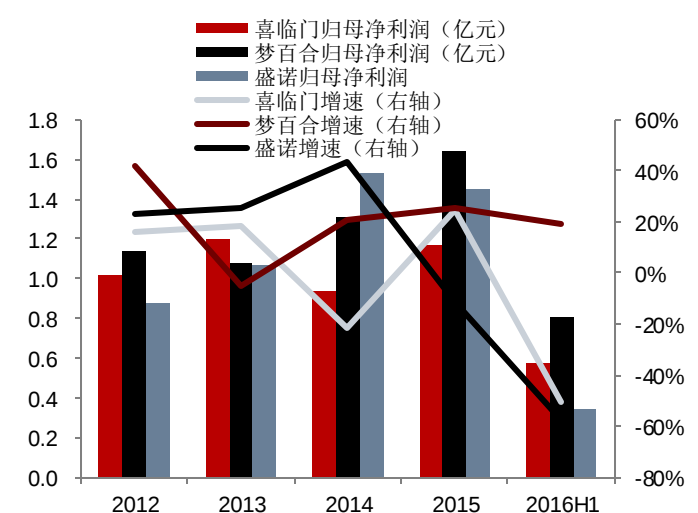
从营业收入和归母净利润看，梦百合横向对比喜临门与盛诺，营业收入和归母净利润规模相差不多，近年来梦百合与喜临门的成长性更佳。营收规模方面，2015 年，梦百合营收、归母净利润分别为 13.8 亿元、1.6 亿元，同比增长 19%、26%；喜临门营收、归母净利润分别为 14.7 亿元、1.2 亿元，同比增长 31%、26%；盛诺营收、归母净利润分别为 15 亿元、1.5 亿元、同比增长 7%、11%。¹

图表 40：2012-2016H1 喜临门、梦百合、盛诺营业收入及增速比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 41：2012-2016H1 喜临门、梦百合、盛诺归母净利润及增速比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

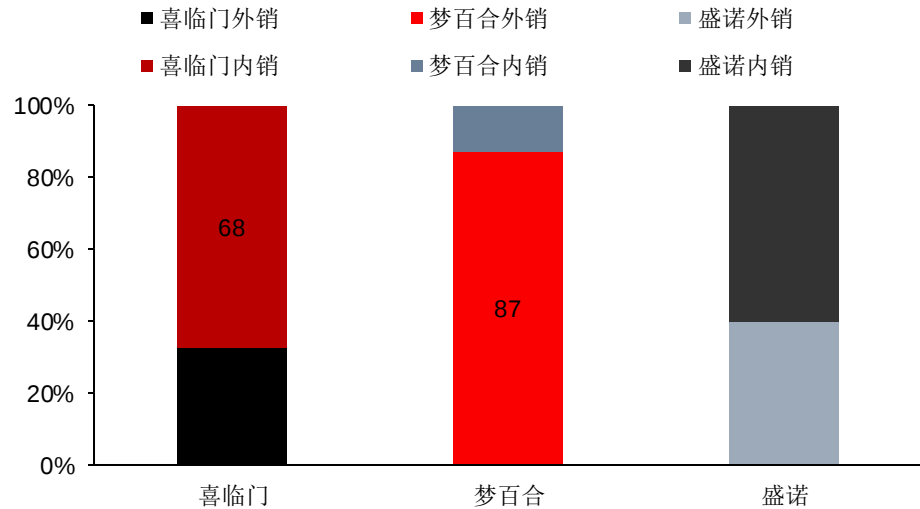
从市场布局看，梦百合、喜临门各有侧重，盛诺集团相对均衡。梦百合以国外市场为主，2015 年其外销收入占比达 87.3%；喜临门以国内市场为主，2015 年其内销收入占比达

¹喜临门于 2015 年 5 月 7 日收购绿城传媒（现更名为晟喜华视），主营业务在民用家具业务和酒店家具业务的基础上增加了影视文化业务，因此在对喜临门、梦百合与盛诺之间进行营收规模的比较时，我们将喜临门的影视文化业务所产生的营收剔除。

盛诺集团亦以品牌“东亚”在中国出售聚氨酯泡沫（制造记忆绵床垫记忆绵枕的原材料），因此在对喜临门、梦百合与盛诺之间进行营收规模的比较时，我们将盛诺集团出售聚氨酯泡沫业务所产生的营收剔除。

67.7%；盛诺销售收入则较均匀地分布于国内外市场。

图表 42： 20151 喜临门、梦百合、盛诺销售地区收入占比比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

国际竞争对手对比：营收规模差距较大，梦百合持续增长

梦百合国际上市公司竞争对手主要为美国上市公司。美国床垫行业生态成熟，行业集中度较高。据 Furniture Today（美国家具杂志）统计，截至 2014 年，美国前五大床垫品牌商市场份额为 87%。梦百合的国际主要上市公司竞争对手如下表所示。

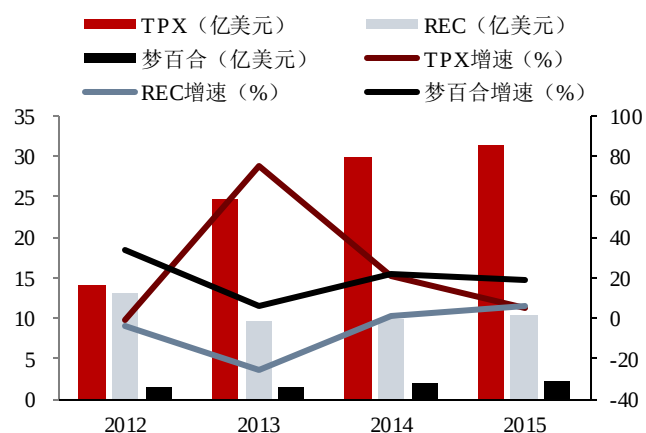
图表 43： 梦百合国内上市公司竞争对手

公司	简介
际诺思(厦门)轻工制品有限公司	韩国独资的家居制品生产企业，主要产品包括记忆绵床垫、枕头和坐垫等等软体家具。产品主要出口欧美地区。
TEMPUR-PEDIC（代码：TPX）	全球最大的记忆绵家居产品制造商之一，美国上市公司，代码 TPX，主要业务为记忆绵床垫、枕头及配件的生产、研发和销售，在全球将近 100 个国家销售产品。公司的品牌组合包括许多行业知名度较高的品牌，有泰普尔、泰普尔垫、丝涟、丝涟体形垫、奥普提姆、司登思&福斯特。2013 年收购美国丝涟，公司更名为 Tempur Sealy。
RECTICEL（代码：REC）	欧洲领先的聚氨酯海绵制品公司，欧洲 Euronext 上市公司，代码 REC。1924 年起进入床垫制造领域，业务活动遍布全球 27 个国家，95% 的收入来源于欧洲。
FOAMEX INNOVATION COMPANY	位于美国的聚氨酯海绵制品公司，主要从事床垫、家具、地毯等聚氨酯泡沫和特种舒适产品的生产销售，并为记忆绵家居品牌商提供贴牌产品。
CARPENTER CO	美国大型泡沫床垫枕头、海绵包装等聚氨酯制品制造商，主要为 SEALY、SERTA、SIMMONS 等品牌提供贴牌产品。

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

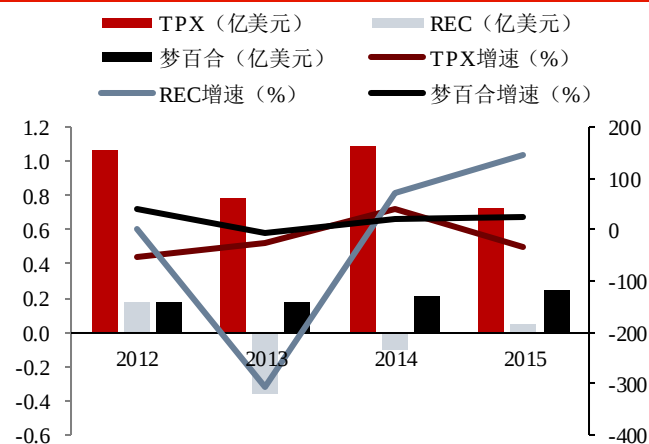
横向对比目前全球床垫制造企业龙头，梦百合实现了持续增长。2014-2015 年，梦百合营业收入分别为 1.9 亿美元、2.1 亿美元，归母净利润约为 0.2 亿美元、0.3 亿美元，与美国行业龙头有一定的差距，但是梦百合自 2012 年开始，收入和业绩双双实现了持续增长。

图表 44: 2012-2015 国外同业上市公司营业收入及其增长情况



资料来源: Wind 华泰证券研究所

图表 45: 2012-2015 国外同业上市公司净利润及其增长情况



资料来源: Wind 华泰证券研究所

盈利预测与估值讨论

盈利预测

我们对梦百合的盈利做了如下假设：

公司记忆绵床垫、记忆绵枕产能自 2016 年开始增加，由于公司 ODM 业务合作关系稳定，OBM 迅速扩张，新增的产能可以及时消化。由于原材料上涨，公司成本有一定增加，但是凭借公司较强的溢价能力，可以通过提价等方式转嫁成本，2017 年利润率将保持基本稳定。随着未来高端产品出货增加，整体利润率将逐步提升，具体预测结果请见下表。

图表 46：分产品收入预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
记忆绵床垫						
收入(百万元)	638	699	827	976	1195	1413
YoY		10%	18%	18%	22%	18%
毛利率	34.4%	33.7%	39.5%	40.0%	41.0%	42.0%
记忆绵枕						
收入(百万元)	233	362	395	406	426	436
YoY		56%	9%	3%	5%	2%
毛利率	23.7%	26.3%	30.9%	31.0%	31.2%	31.6%
其他产品						
收入(百万元)	81	97	154	277	415	581
YoY		21%	58%	80%	50%	40%
毛利率	22.5%	16.7%	20.3%	22.0%	23.0%	23.5%
合计						
收入(百万元)	951	1158	1375	1659	2037	2430
YoY		22%	19%	20%	23%	19%
毛利率	30.8%	30.0%	34.9%	34.8%	35.3%	35.7%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

根据模型测算，梦百合 2016-2018 年的收入同比增速为 20.4%、22.8%、19.3%；业绩同比增速为 23.1%、26.0%、33.6%；EPS 为 0.84、1.06、1.42 元。

估值讨论

根据模型测算，梦百合 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.84、1.06、1.42 元。我们选取了 8 家 A 股上市的家居公司作为可比公司，盈利预测参考 Wind 一致预测，可比公司 2017 年平均 PE 倍数为 26 倍。考虑到公司竞争实力、长期发展空间以及次新股溢价，给予 2017 年 38-40 倍 PE 倍数，目标价格为 40.32-42.44 元，首次覆盖给予“增持”评级。

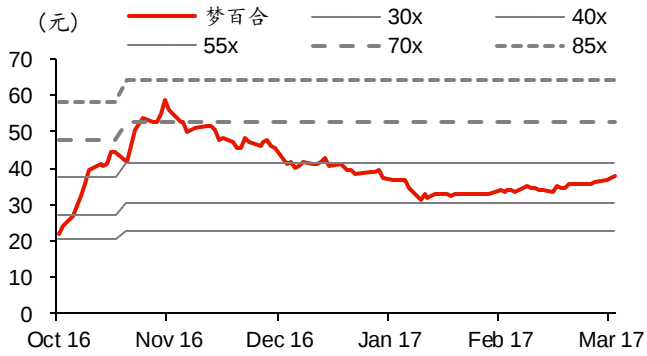
图表 47：可比公司估值

代码	名称	净利润（百万元）				PE		
		最新市值（百万元）	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
000910.SZ	大亚圣象	11,412	488	578	681	23.38	19.73	16.76
002572.SZ	索菲亚	28,825	666	918	1,226	43.25	31.41	23.51
600337.SH	美克家居	9,062	340	427	530	26.64	21.24	17.11
600978.SH	宜华生活	17,201	788	1,019	1,253	21.84	16.88	13.73
603816.SH	顾家家居	21,372	604	757	950	35.36	28.23	22.51
603818.SH	曲美家居	8,361	189	253	332	44.25	33.02	25.21
603898.SH	好莱客	10,631	244	338	456	43.64	31.47	23.33
603008.SH	喜临门	7,887	250	329	413	31.52	23.96	19.08
平均值						33.74	25.74	20.16

资料来源：Wind，华泰证券研究所

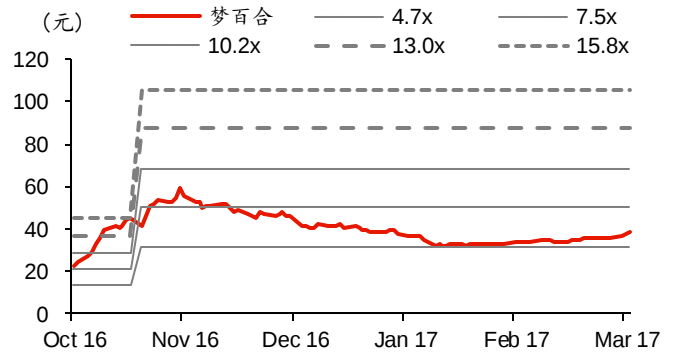
PE/PB - Bands

图表 48: 梦百合历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 49: 梦百合历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

1. 国际市场需求波动风险

公司主要为欧美等境外记忆绵家居品牌商、贸易商提供 ODM 产品，收入以外销为主。同时，记忆绵床垫、记忆绵枕等家居制品均属于消费品，市场需求主要受居民收入水平影响。因此，欧美等发达地区经济形势的波动将会对公司未来经营成果产生影响。

2. 原材料价格波动风险

公司生产所需的主要原材料包括聚醚、TDI 等化工原料和面料，石油价格的波动会导致该等原材料价格的波动。报告期内，公司原材料成本占公司生产成本比重相对较高。由于公司报价调整相对于原材料价格波动具有一定的滞后性，因此在原材料价格大幅上升时，公司产品的市场竞争力及利润水平将受到不利影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	413.22	501.72	1,436	1,653	2,079
现金	71.37	96.28	968.28	1,066	1,387
应收账款	125.00	178.74	216.67	256.07	309.90
其他应收账款	21.93	14.94	0.00	24.60	22.06
预付账款	21.89	27.04	26.97	35.59	41.92
存货	170.77	180.48	221.71	267.56	315.50
其他流动资产	2.25	4.23	2.74	3.00	3.10
非流动资产	326.03	489.63	676.14	766.64	757.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	175.19	321.99	496.18	564.44	529.31
无形资产	35.42	75.69	102.27	133.41	163.03
其他非流动资产	115.42	91.95	77.70	68.79	65.62
资产总计	739.25	991.34	2,113	2,419	2,837
流动负债	227.02	271.94	280.61	321.71	364.17
短期借款	48.57	77.63	64.80	66.37	67.73
应付账款	97.78	102.49	123.29	149.60	176.50
其他流动负债	80.67	91.82	92.52	105.74	119.95
非流动负债	5.93	72.61	104.56	114.67	149.07
长期借款	0.00	55.04	82.56	114.67	149.07
其他非流动负债	5.93	17.57	22.00	0.00	0.00
负债合计	232.95	344.55	385.17	436.38	513.24
少数股东权益	1.66	2.62	2.62	3.44	4.29
股本	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00
资本公积	87.42	87.42	905.79	905.79	905.79
留存公积	239.66	379.92	578.93	833.57	1,174
归属母公司股	504.65	644.18	1,725	1,979	2,320
负债和股东权益	739.25	991.34	2,113	2,419	2,837

现金流量表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	114.19	167.18	204.85	206.60	334.62
净利润	131.26	165.00	202.17	255.46	341.08
折旧摊销	0.00	0.00	43.06	60.35	68.45
财务费用	2.25	(11.11)	(1.80)	(7.88)	(9.38)
投资损失	(0.15)	0.84	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	0.00	0.00	(26.52)	(89.05)	(67.20)
其他经营现金	(19.17)	12.45	(12.06)	(12.29)	1.67
投资活动现金	(96.13)	(189.97)	(226.28)	(151.17)	(58.64)
资本支出	95.80	191.49	200.00	120.00	29.00
长期投资	0.25	0.50	(0.30)	0.03	0.02
其他投资现金	(0.08)	2.02	(26.58)	(31.14)	(29.62)
筹资活动现金	(15.34)	47.48	893.42	41.99	45.01
短期借款	(10.21)	29.07	(12.83)	1.57	1.35
长期借款	0.00	55.04	27.52	32.11	34.40
普通股增加	0.00	0.00	60.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	818.37	0.00	0.00
其他筹资现金	(5.13)	(36.62)	0.36	8.31	9.26
现金净增加额	1.98	24.11	872.00	97.41	320.99

利润表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,162	1,377	1,659	2,037	2,430
营业成本	813.03	897.17	1,081	1,318	1,562
营业税金及附加	5.59	7.87	8.76	10.89	13.09
营业费用	94.82	156.96	182.45	228.10	242.96
管理费用	94.64	124.91	150.93	186.35	219.88
财务费用	2.25	(11.11)	(1.80)	(7.88)	(9.38)
资产减值损失	(0.36)	3.77	2.39	2.85	2.70
公允价值变动收益	(5.29)	(3.70)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.15	(0.84)	0.00	0.00	0.00
营业利润	147.05	193.10	234.37	298.23	398.42
营业外收入	2.65	4.38	3.26	3.51	3.52
营业外支出	0.52	0.99	0.65	0.71	0.73
利润总额	149.18	196.50	236.98	301.03	401.21
所得税	17.92	31.50	34.81	45.56	60.13
净利润	131.26	165.00	202.17	255.46	341.08
少数股东损益	0.44	0.74	0.00	0.82	0.86
归属母公司净利润	130.82	164.26	202.17	254.64	340.22
EBITDA (倍)	149.30	181.99	275.64	350.71	457.49
EPS (元)	0.55	0.68	0.84	1.06	1.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	21.59	18.51	20.43	22.79	19.30
营业利润	15.71	31.32	21.37	27.25	33.59
归属母公司净利润	20.98	25.56	23.08	25.96	33.61
获利能力 (%)					
毛利率	30.04	34.86	34.79	35.28	35.71
净利率	11.26	11.93	12.19	12.50	14.00
ROE	25.92	25.50	11.72	12.86	14.67
ROIC	30.50	23.28	22.53	23.41	29.84
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.51	34.76	18.23	18.04	18.09
净负债比率 (%)	20.85	38.51	38.26	41.49	42.24
流动比率	1.82	1.85	5.12	5.14	5.71
速动比率	1.07	1.18	4.33	4.31	4.84
营运能力					
总资产周转率	1.73	1.59	1.07	0.90	0.92
应收账款周转率	8.59	8.58	8.18	8.46	8.32
应付账款周转率	8.29	8.96	9.58	9.66	9.58
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.68	0.84	1.06	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.70	0.85	0.86	1.39
每股净资产(最新摊薄)	2.10	2.68	7.19	8.25	9.66
估值比率					
PE (倍)	69.95	55.71	45.27	35.94	26.90
PB (倍)	18.13	14.21	5.31	4.62	3.95
EV_EBITDA (倍)	61.26	50.26	33.18	26.08	19.99

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com