

家纺销售良好、大方睡眠并表，共促收入大幅增长

公司简报

◆ 获益大方睡眠并表及家纺销售增长，业绩表现良好

17H1公司实现营业收入7.85亿元，同比增43.21%；扣非净利6890万元、同比增28.44%；归母净利润7009万元，同比增25.39%，EPS0.10元。公司收入增长一方面为大方睡眠并表贡献收入1.27亿元，另一方面家纺主业收入也有20%左右的增长；净利增幅低于收入主要为大方睡眠并表及家纺业务推广力度加大致毛利率下降。

16Q1~17Q2收入分别增2.05%、-16.93%、2.41%、-4.05%、32.41%、53.49%，净利分别增1.81%、-4.23%、-80.86%、-56.92%、11.04%、45.37%。17Q1以来营收增长主要系大方睡眠51%股权自16年11月开始并表以及终端销售有所好转贡献内生性增长。

◆ 家纺全品牌销售增长，大方睡眠并表也有贡献

(1) 渠道方面，17H1新开200家店左右、净增近100家，外延和单店增长预计对家纺销售增速贡献比例各占50%。公司规划17年开设300~400家门店。

(2) 分品牌来看，受益于市场推广力度加大，家纺业务实现全品牌增长。主品牌梦洁收入3.85亿元、同比增10.26%，其他小品牌寐、梦洁宝贝、平实美学、觅分别增长13%、63%、20%、101%，其中宝贝和觅增速较高主要因低基数；大方睡眠上半年收入1.27亿元。

(3) 分渠道来看，17H1家纺业务收入增20%，线上线下均有贡献。线上收入不到1亿、增速在30%以上，占比不大主要为公司线上业务策略注重高品质、高客单价而非销售规模。

(4) 分地区，17H1传统优势地区华中、华东地区收入分别增40.24%、14.17%；华南、西南、西北、华北、东北、出口收入分别增31.32%、54.30%、-6.16%、-8.98%、-9.29%、3994.73%。出口规模快速扩大至9686万元、占比自去年同期0.44%提升至12.34%，主要为大方睡眠并表带来出口业务大幅增加。

◆ 大方睡眠并表影响多个指标，促毛利率、费用率双降

毛利率：17H1毛利率同比下降5.62PCT至46.69%，主要由于大方睡眠并表(17H1大方睡眠毛利率为27.84%)及家纺主业推广力度加大同时成本端略有上升所致。16Q1~17Q2毛利率分别为48.73%(+0.66PCT)、55.72%(+9.25PCT)、42.55%(-4.65PCT)、50.05%(+1.40PCT)、48.79%(+0.06PCT)、44.96%(-10.76PCT)。

费用率：17H1期间费用率下降6.71PCT至33.57%，主要为大方睡眠并表以及家纺销售增长、规模效应体现致收入增速高于费用增幅。其中销售费用率下降6.48PCT至27.22%、绝对值增15.69%；管理费用率降1.19PCT至5.22%、绝对值增16.58%；财务费用率上升0.96PCT至1.13%，绝对值自去年同期93万增加至888万，系借款增加使得利息支出增加。

增持

当前价：6.88元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-22169124

sunww@ebsecn.com

市场数据

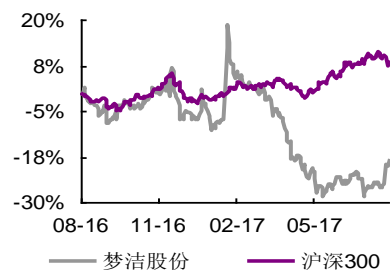
总股本(亿股)：6.86

总市值(亿元)：47.20

一年最低/最高(元)：6.09/10.78

近3月换手率：39.81%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.13	-2.73	-33.65
绝对	6.57	6.33	-18.87

相关研报

16年业绩承压,17年有望外延内生促增长
.....2017-04-30

短期业绩继续承压,互联网+CPD 战略稳步推进
.....2016-10-31

收购大方睡眠51%股权,深入布局功能性单品
.....2016-10-06

其他财务指标: 1) 17年6月末存货较年初增12.32%至6.74亿。其中存货/收入为85.82%; 存货跌价准备/存货为0.89%, 较年初0.99%略降、呈现良性; 存货周转率为0.66, 较去年同期0.50有所提升。

2) 应收账款较年初增11.33%至4.52亿;

3) 17H1 资产减值损失自去年同期21万大幅提升至382万元, 为大方睡眠并表促坏账损失增加;

4) 经营活动净现金流量为-1.84亿元、较去年同期-1.12亿元降幅扩大, 主要为经营备货、费用支出及备用金等往来款增加所致。

◆定增获得批文, 17年内生增长及大方睡眠并表有望促业绩回升

2017年公司计划收入同比增长10%以上, 17年1~9月公司预计净利同比增20~50%。

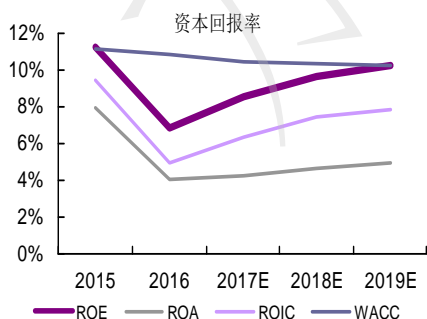
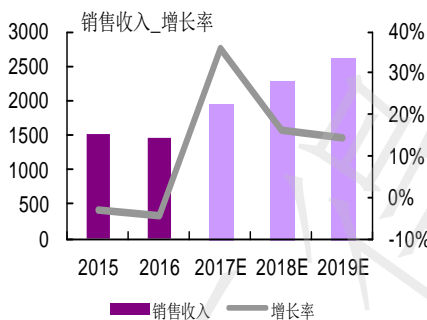
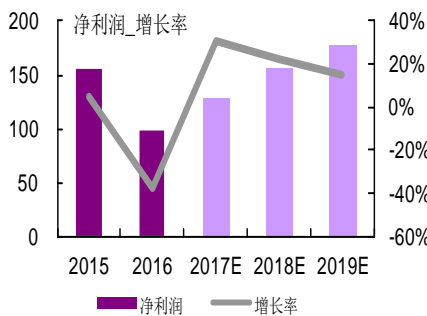
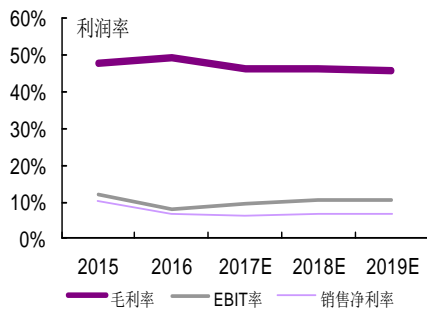
我们认为: 1) 家纺主业方面, 公司17H1销售良好, 所有品牌均呈现正增长。公司着力推动品牌和产品市场推广、并在产品和服务端注重提升客户粘性, 业绩增长质量和持续性较好。2) 大方睡眠增速较快, 17年目标销售2.8亿、利润6000~7000万, 16年11月开始并表、17年下半年并表效应仍存、将继续贡献业绩增量。3) 2017.8.22公司以不低于7.58元/股募集不超7.89亿元投资智能工厂、O2O营销平台项目的定增方案已获得证监会批文, 助力公司业务夯实和升级。4) 股权激励方面, 二期股票期权激励计划2017年考核目标为净资产收益率不低于11.50%且扣非净利润较15年增速不低于20% (即17年扣非净利润不低于1.84亿元, 较16年增速不低于111%)。

公司互联网+CPSD战略着力提升产品和服务质量、提高客户粘性, 致力于提供更好消费体验、契合消费升级趋势, 长期来看有望确立独特品牌地位、减少替代。短期大方睡眠并表及家纺业务销售良好促业绩提升, 上调17~19年EPS至0.19/0.23/0.26元, 对应17年PE37倍, 短期估值仍较高, 增持评级。

风险提示: 消费疲软、家居服务等新业务推进不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,517	1,447	1,963	2,283	2,605
营业收入增长率	-3.10%	-4.67%	35.67%	16.32%	14.12%
净利润 (百万元)	155	97	127	156	178
净利润增长率	4.75%	-37.38%	30.68%	22.38%	14.74%
EPS (元)	0.23	0.14	0.19	0.23	0.26
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.15%	6.76%	8.46%	9.60%	10.19%
P/E	30	48	37	30	26
P/B	3	3	3	3	3



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,517	1,447	1,963	2,283	2,605
营业成本	792	732	1,049	1,229	1,411
折旧和摊销	52	60	59	62	66
营业税费	15	19	20	23	26
销售费用	422	500	628	671	756
管理费用	81	74	102	114	130
财务费用	0	5	36	55	63
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	186	111	150	185	214
利润总额	188	123	159	194	223
少数股东损益	1	2	0	0	0
归属母公司净利润	155.33	97.27	127.12	155.57	178.50

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	1,977	2,495	3,027	3,358	3,678
流动资产	1,211	1,480	1,944	2,267	2,593
货币资金	271	341	589	685	782
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	395	406	522	607	693
应收票据	3	1	1	1	1
其他应收款	56	59	79	91	104
存货	456	600	678	794	911
可供出售投资	5	25	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	592	661	681	689	685
无形资产	66	107	101	96	92
总负债	580	969	1,438	1,651	1,840
无息负债	515	637	664	749	839
有息负债	65	332	775	902	1,000
股东权益	1,397	1,526	1,589	1,705	1,836
股本	675	681	686	686	686
公积金	321	340	353	368	386
未分配利润	399	418	464	566	680
少数股东权益	4	88	86	85	83

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	67	116	43	132	167
净利润	155	97	127	156	178
折旧摊销	52	60	59	62	66
净营运资金增加	144	111	338	237	236
其他	-284	-152	-481	-323	-313
投资活动产生现金流	-131	-146	-138	-70	-60
净资本支出	-134	-171	-80	-70	-60
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	3	25	-58	0	0
融资活动现金流	-55	85	342	34	-11
股本变化	370	7	4	0	0
债务净变化	-15	267	442	127	99
无息负债变化	-8	122	27	86	90
净现金流	-119	58	247	96	97

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-3.10%	-4.67%	35.67%	16.32%	14.12%
净利润增长率	4.75%	-37.38%	30.68%	22.38%	14.74%
EBITDA/EBITDA 增长率	5.98%	-25.52%	38.58%	23.81%	13.02%
EBIT/EBIT 增长率	2.74%	-37.36%	60.35%	29.25%	14.99%
估值指标					
PE	30	48	37	30	26
PB	3	3	3	3	3
EV/EBITDA	20	30	23	19	17
EV/EBIT	26	45	30	24	21
EV/NOPLAT	31	56	38	30	26
EV/Sales	3	4	3	3	2
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	47.79%	49.41%	46.57%	46.18%	45.83%
EBITDA 率	15.62%	12.21%	12.47%	13.27%	13.14%
EBIT 率	12.22%	8.03%	9.49%	10.54%	10.62%
税前净利润率	12.40%	8.51%	8.10%	8.52%	8.56%
税后净利润率 (归属母公司)	10.24%	6.72%	6.48%	6.81%	6.85%
ROA	7.91%	3.98%	4.20%	4.63%	4.85%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.15%	6.76%	8.46%	9.60%	10.19%
经营性 ROIC	9.38%	4.87%	6.30%	7.38%	7.80%
偿债能力					
流动比率	2.19	1.75	1.47	1.48	1.50
速动比率	1.37	1.04	0.96	0.96	0.97
归属母公司权益/有息债务	21.33	4.33	1.94	1.80	1.75
有形资产/有息债务	28.63	6.75	3.60	3.47	3.45
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	0.14	0.19	0.23	0.26
每股红利	0.10	0.10	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.10	0.17	0.06	0.19	0.24
每股自由现金流(FCFF)	-0.07	-0.18	-0.34	-0.07	-0.01
每股净资产	2.03	2.10	2.19	2.36	2.55
每股销售收入	2.21	2.11	2.86	3.33	3.80

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

孙未未，中央财经大学中国金融发展研究院经济学硕士。2015 年 7 月加入光大纺织服装团队。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com