

证券研究报告—动态报告

轻工

家居 II

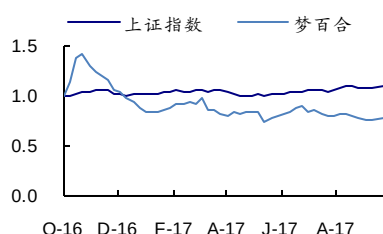
梦百合(603313)
增持

2017 年三季度年报点评

(首次评级)

2017 年 10 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	240/82
总市值/流通(百万元)	6,763/2,321
上证综指/深圳成指	3,370/11,190
12 个月最高/最低(元)	58.28/26.85

证券分析师：丰毅

电话：13571855319

E-MAIL: fengyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517090003

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

梦百合：外因致成本、费用高涨，内因致营收成长提速

● 三季度营收高速增长，受原材料价格、汇率等因素利润增速放缓

10 月 18 日晚间，公司发布三季度报告，公司 2017Q1-Q3 营收为 16.59 亿元，同比增 35.87%，归母净利为 1.45 亿元，同比增 2.17%，其中 2017Q3 公司营收为 6.16 亿元，同比增长 38.03%，归母净利润为 0.32 亿元，同比减少 48.03%。

● 内因：外销带动营收提速，新产品、新模式助力内销成长

欧洲产能投产，智能床垫、电动床等自主品牌新品持续上市，自主品牌登录 CCTV、且与索菲亚、居然之家成立“零亚战略联盟”自公司 2016 年以来营收增速持续加快，2016、2017Q1、2017H1、2017Q1-Q3 营收分别同比增长 25.11%、30.20%、34.63%、35.87%。

● 外因：原材料上涨致毛利率下行，汇率等因素致费用率上行

公司 2017Q1-Q3 毛利率 30.72%，同比下降 3.23pct，2017Q3 毛利率 28.93%，同比下降 5.04pct，系 MDI、TID 等原材料价格上涨所致。2017Q1-Q3 费用率 20.85%，同比上升 2.76pct，其中人民币升值财务费用增加，2017Q3 费用率 22.25%，同比上升 5.16pct。

● 展望：股东持续增持，记忆绵独角兽有望受益行业渗透率提升

(1) 中美记忆绵市场渗透率分别为 4%~15% 左右，国内空间大；(2) 对标美国记忆绵巨头 TPX 发展路径，国内记忆绵独角兽梦百合潜力巨大；(3) 公司产品品牌优势明显，海外客户优质；(4) 公司自主品牌业务发展迅速，ODM 向 OBM 持续转型；(5) 通过参股绵眠科技进入智能家居领域。(6) 控股股东持续增持，彰显信心。(7) 原材料价格影响短期利润，长远看，对公司整体盈利影响有限。

● 投资建议

我们预计 2017、2018 公司收入分别为 23.4 亿、31.0 亿元，分别同比增长 35.9%、32.6%；归母净利润分别 2.13 亿元、3.18 亿元，同比增长 6.1%、49.4%，对应 2.4 亿股的 EPS 为 0.89 元、1.32 元，公司总市值 69 亿，对应 2016、2017PE 为 32、21 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格高位震荡、汇率波动。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,377	1,723	2,342	3,104	3,740
(+/--%)	18.5%	25.11%	35.90%	32.6%	20.5%
净利润(百万元)	164	200	213	318	447
(+/--%)	51.9%	22.0%	6.09%	49.38%	40.77%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.83	0.89	1.32	1.86
EBIT Margin	13.2%	12.6%	11.9%	12.1%	13.9%
净资产收益率(ROE)	25.5%	12.0%	11.3%	15.1%	18.5%
市盈率(PE)	41.2	33.7	31.8	21.3	15.1
EV/EBITDA	0	35.2	20.5	15.1	10.9
市净率(PB)	10.5	4.1	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

事件

10月18日晚间，公司发布三季度报告，公司2017Q1-Q3营收为16.59亿元，同比增长35.87%，归母净利为1.45亿元，同比增长2.17%，其中2017Q3公司营收为6.16亿元，同比增长38.03%，归母净利润为0.32亿元，同比减少48.03%。

外因致营收稳步提速

（1）外销成长加快，带动营收成长提速。

外销仍为公司主要收入来源，营收占比80%以上，2017H1公司外销收入达8.64亿元，同比提高27.7%，较2015、2016年外销同比增速13.2%、20.6%有显著提升。同时外销收入带动总收入增长提速，2016、2017Q1、2017H1、2017Q1-Q3营收分别同比增长25.11%、30.20%、34.63%、35.87%，增速持续提升。

（2）推行营销新模式，开发新品，助力内销高速增长。

2017年3月，公司携手国内家居行业两大品牌居然之家和索菲亚，共同打造国内首个“零压战略联盟”；自2017年5月20日起，Mlily梦百合正式登陆央视平台；公司正式推出Mlily梦百合第三代智能床垫，同时自主研发的电动床上市，全面升级智能睡眠体验。内销高速增长，2017H1公司内销收入达1.76亿，同比增速达85.0%。

原材料暴涨致毛利率下行，人民币汇率上升致费用率上行

（1）毛利率方面，公司2017Q1-Q3毛利率30.72%，同比下降3.23pct，2017Q3毛利率28.93%，同比下降5.04pct，毛利率波动系MDI、TID等原材料材料价格上涨所致。

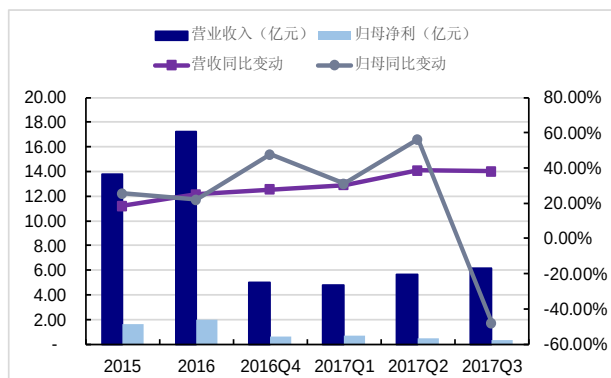
（2）费用率方面，2017Q1-Q3费用率20.85%，同比上升2.76pct，2017Q3费用率22.25%，同比上升5.16pct。受广告宣传费增加，2017Q1-Q3销售费率同比提升0.71pct至10.76%；受研发及职工薪酬增长，2017Q1-Q3管理费用率提升0.4pct至7.93%；受人民币汇率升值影响，2017Q1-Q3财务费用上涨2007.55%至0.29亿元，财务费用率提升1.66pct至1.77%，对利润造成显著影响。

表 1：分年度收入、归母净利及毛利润

	2015	2016	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
收入（亿元）	13.77	17.23	5.02	4.81	5.62	6.16
同比变动	18.51%	25.11%	27.74%	30.20%	38.67%	38.03%
归母净利（亿元）	1.64	2.00	0.58	0.67	0.46	0.32
同比变动	25.56%	22.00%	47.75%	31.15%	56.27%	-48.03%
毛利率（%）	34.86	33.60	32.76	32.66	31.01	28.93
同比变动（%）	4.82	-1.26	-3.70	-5.06	0.54	-5.04

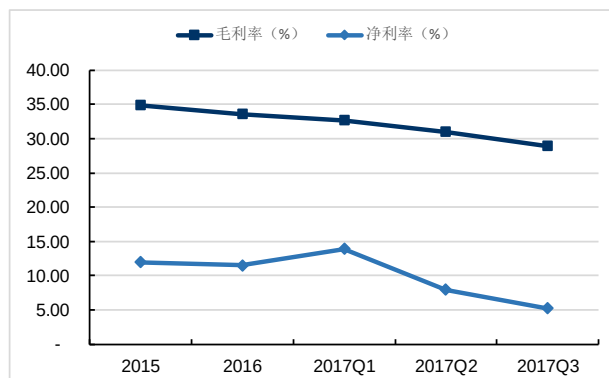
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 1: 收入、归母净利润



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 毛利率、净利率



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

展望: 记忆绵独角兽梦百合, 产能、渠道稳步拓展, 持续布局智能家居

(1) 美国记忆绵市场成长迅速, 我国记忆绵市场空间大

记忆绵床垫进入美国市场较早, 销售额 2004~2015 年自 6.25 亿美元增至 17.88 亿美元, 复合增长率 10.03%, 远高于同期床垫市场年复合增长率 7.73% 及传统弹簧床垫年复合增长率 3.71%; 2016 年至今销售额仍维持约 10%~11% 的增速。经过十几年飞速发展, 美国已经出现记忆绵行业巨无霸企业 Tempur Sealy, 2016 年营收达 31.27 亿美元, 上市以来至 2016 年收入年均复合增速达 15.53%, 市值增长 13.38 倍。

我国床垫市场始于 20 世纪 90 年代, 市场规模 2002 年~2016 年自 6.76 亿美元增至约 81.8 亿美元, 复合增长率达 19.5%, 增速远高于欧美等发达国家; 但记忆绵床垫在我国仍处于起步期, 渗透率仅为 3%~5%, 对标美国记忆绵床垫渗透率 15%, 行业空间大。梦百合为我国记忆绵市场独角兽, 潜力巨大。

(2) 记忆绵技术壁垒高, “梦百合”品牌优势显著

产品方面, 公司产品以高附加值、高需求量的记忆绵床垫、记忆绵枕为主, 主要产品系列有曼联系列、传奇 7 号、欧洲原装进口系列、母婴系列及靠垫。气感绵、流水线发泡等技术行业领先, 技术壁垒高公司研发持续投入, 2017H1 研发费用同比增加 62.9%。

品牌方面, 公司逐步建立以“MLILY”、“Mlily 梦百合”为主的自有品牌体系, 其中“MLILY”品牌被评为江苏省重点培育和发展的国际知名品牌、商标被评为江苏省著名商标。2016 年 10 月 31 日 Mlily 梦百合与英国曼彻斯特足球俱乐部建立官方全球合作伙伴关系。

生产方面, 公司 IPO 募集资金中 4.65 亿元投资“记忆绵床垫、枕头技改及扩产项目”, 建设期 3 年, 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, 公司产能利用率趋于饱和。投产后, 有望分别实现新增营收、利润 6.23 亿元、1.11 亿元。此外, 随着恒康塞尔维亚欧洲生产基地的建成投产, 公司生产能力将进一步提升。

图 2: 梦百合产品样图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表 2: 公司主要产品介绍

产品样图	产品名称	产品简介
	记忆绵床垫	采用记忆绵为材料的功能性床垫，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。
	电动床	采用全钢架结构，配以记忆绵床垫和镀铬床垫挡，能够智能调节升降

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

（3）ODM 向 OBM 持续转型

ODM 方面，公司目前间接为 JYSK、MACY'S、Walmart、Costco 等境外知名企业提供 ODM 产品，主要收入来自海外，2017H1 营收占比 83.0%，同比增长 27.66%。

OBM 方面，公司以金睡莲科技、美国梦百合等子公司为平台专门从事自主品牌业务，逐步建立起“加盟+直营”为主的营销网络。国内方面，公司与亚朵、华住、宜必思连锁酒店、红星美凯龙及定制家居龙头索菲亚强强联合，通过京东商城、聚划算、齐家网等网络销售平台进行渠道拓展；海外方面，公司与国外进口批发商、全国性家居卖场、区域性家居卖场逐步建立起良好的合作关系。公司自主品牌业务发展迅速，逐步实现由 ODM 向 OBM 转型。OBM 主要收入来自国内，2017H1 营收 1.76 亿元，占比 16.95%，同比增长 84.97%，2014-2016 年复合增速达 67.04%。

（4）参股绵眠科技，跨入智能家居领域。

2016 年 11 月梦百合完成对绵眠科技的增资后持有其 15% 股权，正式进军智能家居。产品端，绵眠科技经营人工智能睡眠产品，通过将人工智能芯片与传统家居产品结合加强用户的身心健康。渠道端，线上渠道方面，公司已搭建用户健康大数据平台，以提供更丰富及多样化的服务；线下渠道方面，覆盖健康、酒店、床品等多领域，并与美国、日本等国外代理商建立了合作关系。业绩端，2015 年、2016 年 1 至 9 月营收分别为 4.4 万元、35.97 万元，净利润分别为 -7.28 万元、-834 元。

（5）原材料价格影响短期利润，长远看，对公司整体盈利影响有限。

TDI 方面，2017 年 10 月 15 日 TDI 价格为 35603 元/吨，较 2017 年 6 月 20 日低位 24510 元环比上涨 45.26%，2017Q3 均价较 2016Q3 同比上涨 106.06%。

MDI 方面，2017 年 10 月 17 日 MDI 价格为 32000 元/吨，较 2017 年 6 月 18 日低位 23000 元环比上涨 39.13%，2017Q3 均价较 2016Q3 同比上涨 116.4%。

按照最新公开数据，2016H1 直接材料营业总成本占比为 74.69%，其中 TDI、MDI 在采购金额中占比分别为 8.98%、6.23%。化工原料价格已至高位，长期企稳后，公司对公司业绩影响有限。

（6）控股股东持续增持，彰显信心。

6 月 22 日，控股股东倪张根先生发布增持计划，拟自 2017 年 6 月 21 日起至 2018 年 6 月 20 日通过二级市场增持公司股份金额不低于人民币 5000 万元，不超过人民币 1 亿元，增持股价介于 25 元/股至 35 元/股。6 月 21 日、6 月 22 日、6 月 26 日至 7 月 3 日、7 月 4 日至 7 月 6 日股东倪张根先生分别增持 42 万股、49 万股、195 万股、31 万股，累计增持 318 万股，占总股本 1.32%，累计增持金额 1 亿元，增持均价 31.46 元/股，增持计划完成。增持后，股东倪张根先生持股比例增加至 60.34%。

7 月 12 日，控股股东倪张根先生发布增持计划，拟自 2017 年 7 月 11 日起至 2018 年 1 月 10 日通过二级市场增持公司股份不低于人民币 6000 万元，不超过人民币 1 亿元，增持股价介于 28 元/股至 37 元/股。7 月 11 日、7 月 14 日、7 月 17 日，股东倪张根先生分别增持 108 万股、24 万股、73 万股，累计增持 206 万股，占总股本 0.86%，累计增持金额 6813 万元，增持均价 33.11 元/股。增持金额已超过计划下限。增持后，股东倪张根先生持股比例增加至 61.20%。截止三季报公布，股东倪张根先生持股比例增加至 61.24%，彰显对公司长期发展的信心。

表 3: 第一次增持计划明细

增持时间	增持数量 (股)	占股份总数 (%)	金额 (万元)	增持均价 (元)
2017/6/21	422,700	0.18	1240.24	29.34
2017/6/22	494,969	0.2	1,523.59	30.78
2017/6/26	651,100	0.27	2047.04	31.44
2017/6/27	71,000	0.03	223.96	31.54
2017/6/28	240,218	0.1	764.53	31.83
2017/6/29	205,166	0.09	658.21	32.08
2017/6/30	174,881	0.07	559.61	32.00
2017/7/3	607,403	0.25	1967.92	32.40
2017/7/4	180,900	0.075	591.86	32.72
2017/7/5	20,000	0.008	65.23	32.62
2017/7/6	110,000	0.046	357.94	32.54
合计	3,178,337	1.319	10,000	31.46

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 4: 第二次增持计划明细

增持时间	增持数量 (股)	占股份总数 (%)	金额 (万元)	增持均价 (元)
2017/7/11	1,084,584	0.45	3,591.32	33.11
2017/7/14	238,300	0.1	801.98	33.65
2017/7/17	734,720	0.31	2,419.69	32.93
合计	2,057,604	0.86	6,812.99	33.11

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

梦百合为国内记忆绵制品龙头,一方面,公司外销 ODM 客户优质,欧洲产能投产后,业绩有望持续上行,另一方面,受国内渗透率提升,公司 OBM 等内销业务高速增长。

我们预计 2017、2018 年公司收入分别为 23.4 亿、31.0 亿元,分别同比增长 35.9%、32.6%; 归母净利润分别 2.13 亿元、3.18 亿元,同比增长 6.1%、49.4%,对应 2.4 亿股的 EPS 为 0.89 元、1.32 元,公司总市值 69 亿,对应 2016、2017PE 为 32、21 倍,首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示

原材料价格高位震荡,汇率波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	602	716	737	783	营业收入	1723	2342	3104	3740
交易性金融资产	0	0	0	0	减：营业成本	1144	1602	2098	2486
应收账款	238	399	411	565	营业税费	13	15	20	24
应收票据	2	1	1	2	销售费用	193	251	357	423
预付账款	44	54	70	81	管理费用	147	194	255	303
存货	225	354	420	479	财务费用	-8	35	-3	-13
其他流动资产	302	230	255	262	资产减值损失	4	7	6	-12
可供出售金融资产	8	67	75	73	加：公允价值变动收益	5	2	0	-1
持有至到期投资	0	0	0	0	投资和汇兑收益	-8	5	6	7
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	226	244	378	535
投资性房地产	0	0	0	0	加：营业外净收支	13	10	5	5
固定资产	462	502	541	594	利润总额	239	254	383	540
在建工程	7	44	63	62	减：所得税	41	43	65	92
无形资产	75	135	142	148	净利润	200	213	318	447
其他非流动资产									
资产总额	1988	2532	2747	3080	现金流量表（百万元）				
短期债务	40	320	220	211	净利润	1228	2500	3770	4576
应付账款	147	212	257	296	加：折旧和摊销	412	-408	0	0
应付票据	25	11	36	19	资产减值准备	149	47	49	50
其他流动负债					公允价值变动损失	262	0	0	0
长期借款	57	67	72	77	财务费用	31	-62	-36	-36
其他非流动负债					投资收益	-5384	-47789	-36878	-26848
负债总额	323	659	643	663	少数股东损益	-529	313	-219	-251
少数股东权益	1	-1	0	1	营运资金的变动	-3862	-45336	-33279	-22474
股本	240	240	240	240	经营活动产生现金流量	-86	0	0	0
留存收益	1426	1634	1864	2175	投资活动产生现金流量	-97	97	0	0
股东权益	1665	1873	2104	2416	融资活动产生现金流量	-386	77	-20	-20
关键财务与估值指标					关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
营收增长	25%	36%	33%	20%	ROE	12%	11%	15%	19%
净利润增长	22%	6%	49%	41%	ROA	10%	8%	12%	15%
投资资本增长率	21%	25%	33%	37%	ROIC	29%	21%	21%	28%
净资产增长率	20%	28%	34%	39%	EPS	0.83	0.89	1.32	1.86
毛利率	34%	32%	32%	34%	BVPS	6.93	7.81	8.77	10.06
营业利润率	13%	10%	12%	14%	PE	33.7	31.8	21.3	15.1
净利率	12%	9%	10%	12%	PB	4.1	3.6	3.2	2.8
EBITDA Margin	14%	13%	13%	15%	P/FCF	-20.1	37.2	57.9	37.7
EBIT Margin	13%	12%	12%	14%	P/S	3.9	2.9	2.2	1.8
资产负债率	16%	26%	23%	22%	EV/EBITDA	35.1	20.5	15.1	10.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边伟维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		