

证券研究报告—动态报告/公司快评

轻工

梦百合 (603313)

增持

家居 II

重大事件快评

(维持评级)

2017 年 10 月 26 日

拟发行可转债，发力智能仓储及功能家具

证券分析师：丰毅

fengyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517090003

事项：

公司公告，10 月 22 日，公司发布关于公开发行 A 股可转换公司债券预案的公告，公开发行总额不超过人民币 6 亿元，可转换债券期限为自发行之日起 6 年，转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价。

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 68 亿，对应 2017、2018PE 为 32、22 倍，维持“增持”评级。

风险因素：原材料价格高位震荡，汇率波动。

评论：

■ 公开发行 A 股可转债，发力智能仓储及功能家具

智能仓储中心建设项目：该项目固定资产投资总额为 2.63 亿元，拟利用募集资金 2.5 亿元。项目建成后智能仓储区面积将达 7.98 万平方米，日均处理订单量可达 3700 单，库存能力为 40 万件。项目引入的 AR/RS 货架系统、堆垛机系统及终端扫描仪等设备将与 WMS、WCS 系统协同提高仓储管理精细化水平和公司信息化管理水平，降低运营成本。

功能家具研发及产业化项目：该项目投资总额不低于 1.94 亿元，拟利用募集资金 1.6 亿元。公司将通过该项目进行新一代“零压功能床”及“零压功能椅”的研发及产业化，延伸产品线，扩大市场份额，提升竞争力。项目建设期为 24 个月。

图 1：梦百合零压功能椅模拟图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 记忆绵龙头企业、营收稳步提速，积极布局智能家居，产能持续释放

(1) 营收增长稳健，受原材料价格上行及人民币汇率升值因素盈利稀释。2017Q1-Q3 营收为 16.59 亿元，同比增长 35.87%，归母净利润为 1.45 亿元，同比增长 2.17%，营收增速逐步加快，盈利受原材料价格上行及人民币汇率升值等因素影响增速放缓。看好公司营收持续高增长，同时我们认为公司盈利能力将边际改善。

(2) 我国智能家居市场、记忆绵市场潜力巨大。智能家居市场方面，2016 年全球智能家居市场规模达 565 亿美元，同比增长 16.49%。美国智能家居市场规模最大，为 146.49 亿美元，中国市场规模仅次于美国，为 20.75 亿美元。智能家居普及率增长情况方面，美国以 32.5%位居第一，而中国仅为 2.6%，中国市场仍有巨大发展潜力。

记忆绵床垫在美国市场已经历十几年高速发展，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。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龙头企业，潜力巨大。

(3) 智能家居战略布局持续推进。公司 2016 年 11 月完成对绵眠科技增资，持有绵眠科技 15%股权。绵眠科技主营人工智能睡眠产品，该产品将人工智能芯片与传统家居产品结合，利用人工智能技术提高用户的生活环境和加强身心健康。2015 年、2016 年 1 至 9 月绵眠科技营收分别为 4.4 万元、35.97 万元，净利润分别为-7.28 万元、-834 元。公司通过绵眠科技公司正式踏入智能家居领域，有望与梦百合产生良好协同效应，降低智能产品成本、打开市场空间，提升竞争力。

公司于 2017 年 9 月与专业医疗问诊机构“春雨医生”平台开展战略合作，通过智能床垫等产品采集的睡眠数据与医生多方位交互，开展远程医疗与智能睡眠产品对接的探索。

(4) 产品技术壁垒高，品牌优势初显。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联足球俱乐部建立官方全球合作伙伴关系。

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 1: 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

（5）产能、渠道端持续发力拉动营收增长。产能端，公司 IPO 募集资金中 4.65 亿元用于投资“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。

渠道端，公司渠道主要分为 ODM 和 OBM。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，客户群体及产品需求量稳定，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%。

（6）股东增持计划增添信心。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 2：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 3：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

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
应收帐款	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
预付帐款	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
应付帐款	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	34.1	32.2	21.5	15.3
净利率	12%	9%	10%	12%	PB	4.1	3.6	3.2	2.8
EBITDA Margin	14%	13%	13%	15%	P/FCF	-20.3	37.6	58.6	38.2
EBIT Margin	13%	12%	12%	14%	P/S	4.0	2.9	2.2	1.8
资产负债率	16%	26%	23%	22%	EV/EBITDA	35.2	20.7	15.3	11.1

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