



603313.SH

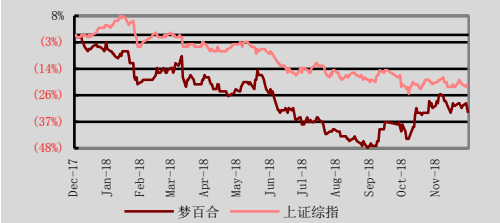
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 19.12

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(29.4)	(3.8)	26.2	(32.2)
相对上证指数	(7.1)	(2.7)	28.2	(11.5)

发行股数(百万)	240
流通股(%)	34
流通股市值(人民币 百万)	1,574
3个月日均交易额(人民币 百万)	30
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
倪张根	64

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年12月12日收市价为标准

相关研究报告

《软体家居系列报告: 美国床垫行业演变启示: 技术与营销造就高端, 互联网电商方兴未艾》
20181031

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者

梦百合

成本拐点已现, OBM 业务成长提速

公司是记忆绵家居制品龙头企业, 拥有稳定且持续新增的 ODM 业务客户群, 持续强化的产品、渠道、品牌力有效夯实 OBM 业务基础, 营收增长动力稳健, 原材料价格趋势下降, 盈利弹性将在 2019 年显现。

支撑评级的要点

- **记忆绵在全球寝具渗透率不断提升。**数据显示, 2005-2014 年, 美国床垫市场销售额 CAGR 为 1.9%, 其中弹簧床垫为 0.8%, 记忆绵床垫为 5.5%, 自 2010 年起, 美国记忆绵床垫份额开始出现明显提升, 2014 年销售额、销售量份额分别为 27.2%、12.2%, 较 2009 年分别提升 10.9%、6.8%, 增长明显。记忆绵床垫加速普及的主要驱动力是舒适健康的产品体验与电商渠道的崛起: 1) 美国“婴儿潮”一代成为记忆绵床垫最大的消费群体印证了记忆绵床垫的产品体验优势; 2) 2017 年美国 TOP5、TOP15 电商床垫企业分别实现营收 14 亿美元、22.69 亿美元, 同比增长 85%、66%, 线上床垫销售额占比达 16%, 使前五大传统床垫品牌份额集中度同比降低 2.52% 至 71.47%。电商渠道占比提升趋势明显, 可压缩折叠方便运输安装的记忆绵床垫将成为更多人的选择。
- **得益于记忆绵市场增长与客户开拓, ODM 业务稳健增长。**公司是国内主要的记忆绵产品生产与出口企业, 已与部分家居制品品牌商、家居贸易商 (如国外的 Walmart、Costco 等, 及 JYSK、LOWE'S 等的供应商, 国内的北极绒、睡眠博士等) 建立了稳定的合作关系, 又因这类客户选择 ODM 供应商时通常需要 1-2 年的考察期, 选定后如无大差错, 较少更换, 故公司客户群稳定, 公司 ODM 业务多年维持 20% 以上增速。
- **公司持续强化产品力、渠道力、品牌力, 巩固 OBM 业务拓展基础:** 1) 重视产品研发投入, 2017 年研发费用同比增长 51.4% 至 8013 万元, 占总营收的 3.4%, 无论是绝对值、增长速度还是费用率, 在行业均处领先地位; 2) ODM 客户稳定且持续增长, OBM 业务的酒店与电商渠道高增长, 线下专卖店制定“三年千店”计划, 将加速扩张, 渠道弹性红利有待释放; 3) 公司营销投入加大, 2013-2017 年, 销售费用 CAGR 为 39.1%, 广告宣传推广费 CAGR 为 48.3%, 均处行业领先水平。
- **原材料价格趋势下降, 提振盈利水平。**聚醚、TDI、MDI 成本约占记忆绵床垫、记忆绵枕成本的 45%、25%, 国外营收占比约 80%。随着 TDI 国内产能过剩, 原材料价格出现趋势下降, 公司 19 年盈利水平有望明显提升。

评级面临的主要风险

- 原材料价格上涨; 人民币大幅升值; 海外生产基地投产晚于预期。

估值

- 公司 ODM 业务受益于记忆绵市场的增长和客户开拓, 维持稳健增长, 同时通过强化产品、渠道、品牌力夯实 OBM 业务基础, 还通过全球化布局规避贸易摩擦, 原材料成本下降将在 19 年为公司提供盈利弹性, 暂不考虑增发预计公司 2018-2020 年 EPS0.74、1.26、1.78 元, 同比分别增长 14%、70%、41%, 当前股价对应 19 年 PE15X, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,723	2,339	3,032	3,899	5,064
变动(%)	25	36	30	29	30
净利润(人民币 百万)	200	156	178	303	428
全面摊薄每股收益(人民币)	0.835	0.649	0.741	1.262	1.783
变动(%)	22.0	(22.2)	14.0	70.4	41.3
全面摊薄市盈率(倍)	22.9	29.4	25.8	15.2	10.7
价格/每股现金流量(倍)	30.7	78.0	192.8	32.7	11.7
每股现金流量(人民币)	0.62	0.25	0.10	0.58	1.63
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.7	16.5	15.9	10.4	7.5
每股股息(人民币)	0.375	0.500	0.378	0.629	0.826
股息率(%)	2.0	2.6	2.0	3.3	4.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

记忆绵床垫制造龙头，转型 OBM 初见端倪	6
产品迭代创新助记忆绵床垫全球渗透率不断提升	10
记忆绵床垫增速领跑美国床垫市场	11
美国床垫行业集中度较高，品牌格局较稳	13
美国记忆绵床垫市场驱动力与阻碍力分析	14
美国记忆绵床垫企业的核心角逐场：产品/技术	17
强化产品力、渠道力、品牌力，巩固 OBM 基础	19
高研发投入孕育高品质产品，助公司打开 OBM 市场	21
大渠道弹性释放大增长空间	23
品牌投入加大，营销成效已现	26
原材料价格趋势性下降，2019 年将体现盈利弹性	31
原材料价格已降至历史低位	31
人民币贬值提振盈利水平	34
全球化布局有效规避贸易战影响，获取新营收增长点	35
盈利预测与估值	38
风险提示	38

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司发展历程一览.....	6
图表 2.截至 2018Q3 公司股权架构一览.....	7
图表 3.公司主营产品一览.....	8
图表 4.公司营收持续增长.....	9
图表 5.近年公司归母净利润增速略有波动.....	9
图表 6.近年公司盈利水平略有下滑.....	9
图表 7.公司销售费用率呈上升趋势.....	9
图表 8.2013-2018H1 公司记忆绵产品营收占比下降.....	9
图表 9. 2013-2018H1 公司出口业务营收占比逐年下降.....	9
图表 10.床垫发展历程一览.....	10
图表 11.记忆绵床垫发展历程一览.....	11
图表 12.美国市场床垫分类一览.....	11
图表 13.美国弹簧床垫销售额高于记忆绵床垫.....	12
图表 14. 美国记忆绵床垫销售额增速高于弹簧床垫.....	12
图表 15.美国弹簧床垫销量高于记忆绵床垫.....	12
图表 16. 美国记忆绵床垫销量增速高于弹簧床垫.....	12
图表 17. 美国记忆绵床垫销售额市场份额呈上升趋势.....	12
图表 18. 美国记忆绵床垫销售量市场份额呈上升趋势.....	12
图表 19.美国床垫企业出货额.....	13
图表 20. 美国床垫企业出货额同比增速.....	13
图表 21.美国前五大床垫企业市场份额.....	13
图表 22. 美国床垫市场行业集中度较高.....	13
图表 23.美国主要记忆绵床垫品牌及其系列一览.....	14
图表 24.弹簧床垫与记忆绵床垫对比.....	14
图表 25.三类记忆绵床垫对比.....	14
图表 26.美国电商床垫品牌 2017 年销售额.....	15
图表 27. 美国电商床垫品牌 2017 年销售额维持高速增长.....	15
图表 28. 2017 年美国 TOP15 电商床垫销售额同比+66%.....	15
图表 29. 2017 年美国线上床垫品牌销售额份额达 16%.....	15
图表 30.美国主要记忆绵床垫品牌价格区间一览.....	16



图表 31. 美国记忆绵床垫出厂均价高于弹簧床垫.....	16
图表 32. 美国记忆绵床垫出厂均价呈下降趋势.....	16
图表 33. 2011-2014 年美国床垫龙头企业纷纷推出记忆绵新品.....	17
图表 34. 2002-2017 年泰普尔丝涟研发费用情况.....	18
图表 35. 泰普尔丝涟研发费用率呈上升趋势.....	18
图表 36. 2002-2017 年泰普尔丝涟销售费用情况.....	18
图表 37. 泰普尔丝涟销售费用率呈上升趋势.....	18
图表 38. 2008-2017 年中国床垫市场规模.....	19
图表 39. 美国每百人消费量是中国 2.7 倍.....	19
图表 40. 2017 年中国床垫企业国内销售额.....	19
图表 41. 2017 年中国床垫企业国内市场份额.....	19
图表 42. OEM、ODM、OBM 业务模式简介.....	20
图表 43. 公司记忆绵家居制品出口规模逐年攀升.....	20
图表 44. 公司记忆绵家居制品出口份额呈上升趋势.....	20
图表 45. 公司主要竞争对手一览.....	21
图表 46. 公司研发费用投入持续增长.....	21
图表 47. 公司研发费用投入较大.....	21
图表 48. 公司研发费用率持续保持高位.....	22
图表 49. 公司专利数量持续增加.....	22
图表 50. 公司床垫产品一览.....	22
图表 51. 公司记忆绵床垫配置一览.....	23
图表 52. 公司记忆绵床垫产品包装打开方式.....	23
图表 53. 公司主要销售模式一览.....	24
图表 54. 公司与全国多家酒店集团合作梦百合酒店零压房.....	25
图表 55. 公司产品行销全球多国.....	25
图表 56. 公司在全国开设体验馆.....	26
图表 57. 公司专卖店数量仍有很大增长空间.....	26
图表 58. 公司主要品牌营销活动一览.....	27
续图表 58. 公司主要品牌营销活动一览.....	28
图表 59. 公司销售费用投入持续增长.....	29
图表 60. 公司广告宣传推广费用投入持续增长.....	29
图表 61. 公司销售费用率处于行业较低水平.....	29
图表 62. 公司广告宣传推广费用率处于行业较低水平.....	29
图表 63. 公司 OBM 业务营收增速高于 ODM.....	29
图表 64. 公司 OBM 营收占比持续提升.....	29



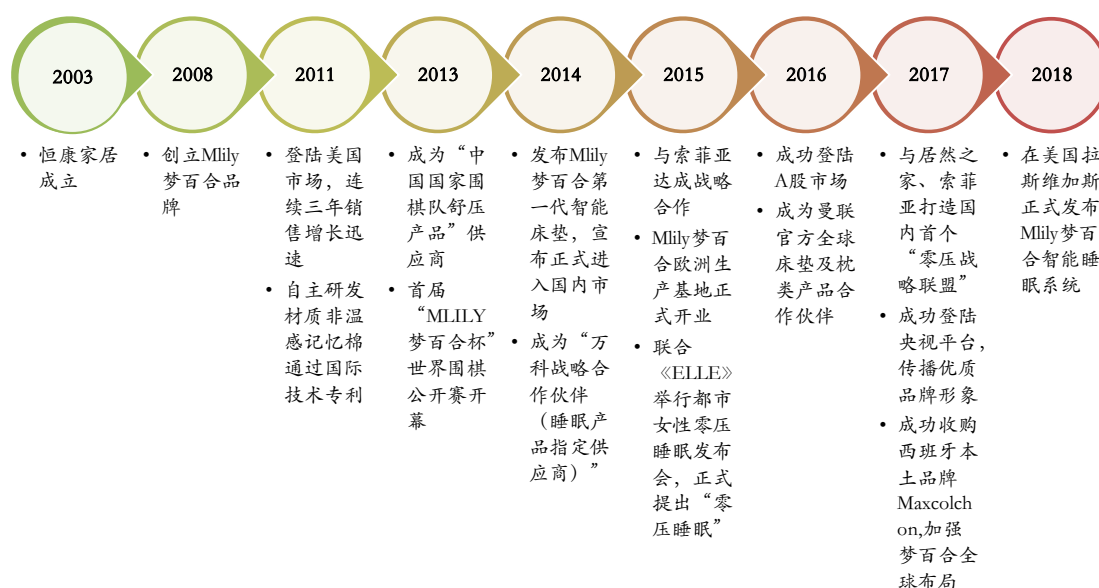
图表 65. 内销营收增速明显高于外销	30
图表 66. 内销营收占比持续提升	30
图表 67. 公司记忆绵床垫内销均价高于外销	30
图表 68. 公司记忆枕床垫内销均价低于外销	30
图表 69. 2017 年直接材料占公司记忆绵床垫成本的 89%	31
图表 70. 2017 年直接材料占公司记忆绵枕成本的 72%	31
图表 71. 聚醚、TDI、MDI 占公司记忆绵床垫成本约 45%	31
图表 72. 聚醚、TDI、MDI 占公司记忆绵枕成本约 25%	31
图表 73. 原材料价格变动对记忆绵床垫毛利率的影响	31
图表 74. 原材料价格变动对记忆绵枕毛利率的影响	32
图表 75. 国内 MDI 现货价已处于历史低位	32
图表 76. 2018 年下半年国内 MDI 现货价大幅低于去年同期	32
图表 77. 国内 TDI 现货价已处于历史低位	32
图表 78. 2018 年 9 月起国内 TDI 现货价大幅低于去年同期	32
图表 79. 影响 MDI 供应量的重要事件一览	33
图表 80. 影响 TDI 供应量的重要事件一览	33
图表 81. 2018-2020 年 MDI 新增产能计划	34
图表 82. 2018-2020 年 TDI 新增产能计划	34
图表 84. 美元兑人民币汇率波动情况	34
图表 85. 今年下半年美元兑人民币汇率处于高位	34
图表 86. 2013-2018H1 公司汇兑损益情况	35
图表 87. 2013-2018H1 公司汇兑损益占总营收比重情况	35
图表 88. 美国是公司国外营收主要来源国	35
图表 89. 美国贡献营收占公司国外营收过半	35
图表 90. Maxcolchón 线上官方平台	36
图表 91. Maxcolchón 线下专卖店	36
图表 92. Maxcolchón 获一致好评	36
图表 93. 公司产品已入驻 Maxcolchón 线上商城	37
图表 94. 2016-2020E 年公司收入拆分及预测 (百万元)	38
损益表(人民币 百万)	39
资产负债表(人民币 百万)	39
现金流量表(人民币 百万)	39
主要比率 (%)	39

记忆绵床垫制造龙头，转型 OBM 初见端倪

公司成立于 2003 年，专业从事记忆绵床垫等系列产品的研发、设计、生产及销售，是国内主要的记忆绵产品生产与出口企业，拥有以“MLILY”、“Mily 梦百合”为主的自主品牌体系，被评为江苏省高新技术企业。

2014 年公司举行“聚合博智启梦中国”品牌发布会，开启中国市场战略规划，发布 Mily 梦百合第一代智能床垫，正式进军国内市场；2015 年公司与索菲亚达成战略合作；2016 年成功登陆上交所；2017 年与居然之家、索菲亚打造了国内首个“零压战略联盟”，登录央视平台，开始高规格、高频次广告集中投放；2017 年成功收购西班牙本土床垫品牌 Maxcolchón，全球布局更进一步。

图表1.公司发展历程一览



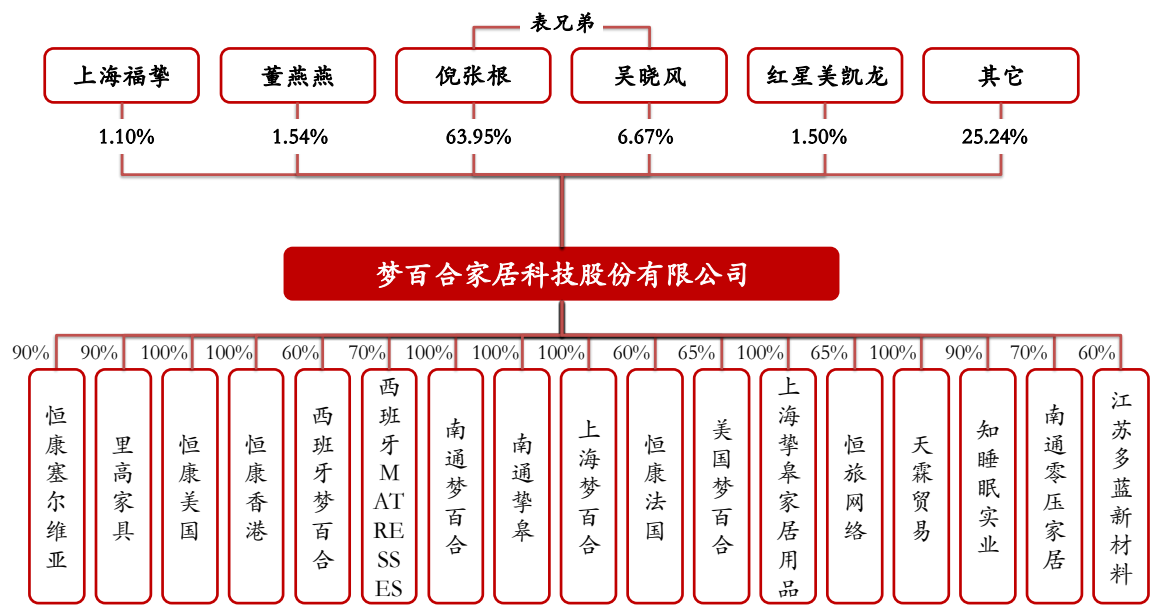
资料来源：公司官网，中银证券

公司股权结构稳定，红星美凯龙入股成第四大股东。截至 2018 年三季报，公司控股股东兼创始人之一倪张根先生拥有公司 63.95% 的股份，任公司董事长兼总裁。倪张根先生与第二大股东吴晓风先生（拥有 6.67% 的公司股份）是表兄弟关系，两者合计拥有 70.62% 公司股份，公司股权集中，有利于经营决策的顺畅推行。

2018 年 3 月 1 日，红星美凯龙通过大宗交易竞价方式购入公司股份 360 万股，占公司总股本的 1.5%，成交金额 8740.8 万元，成为公司第四大股东。这次入股寓意着公司与红星美凯龙有望在战略与业务层面进行更紧密的合作，实现品牌商与渠道商的共赢。



图表2.截至 2018Q3 公司股权架构一览



资料来源：公司公告，中银证券

以记忆绵为核心，逐步扩充产品品类。公司传统主营产品为记忆绵床垫、枕头及沙发、靠垫、抱枕等其他家居制品，后新增智能电动床、智能床垫、止鼾枕等智能睡眠系统产品，实现品类扩充与新营收增长点布局。

图表3. 公司主营产品一览

类别	产品	简介	图示
传统主营产品	床垫	零压床垫可全面贴合人体，吸收并分解人体压力，减少睡眠不适感，提供四季如一的舒适体验，促进深度睡眠。	
	枕头	科学的枕型设计，贴合颈椎曲线，入睡时承托颈部使颈椎不会产生悬空感，一觉醒来，倍感轻松。	
	靠垫、抱枕、沙发等其他家居制品	非温感专利记忆绵产品可一年四季保持一致柔软度，使人体和产品紧密贴合，让脊椎、颈椎等接触部位处于自然放松状态。	
智能睡眠系统	智能电动床	符合人体工学构造，平衡支撑不同体型，让脊椎、颈椎得到自然伸展，平卧促进深睡，夜间呼吸更畅通。 可人工调至舒适角度，数据一键轻松存储，模拟无重力状态，减少下腰椎压力。	
	智能床垫	采用高灵敏度感应传感器，实时且精准监控用户在睡眠过程中的心率、呼吸、体动等多个生理指标参数，根据该整夜的各项睡眠数据，生成健康数据报告。	
	止鼾枕	通过颈部曲率研究，采用11cm高度的记忆绵，抬高颈部，让颈部和肩部处于自然放松状态，提高舒适度，降低打鼾概率。配置高灵敏度传感器，自主设计多维度的监测算法，能准确识别打鼾信息。	

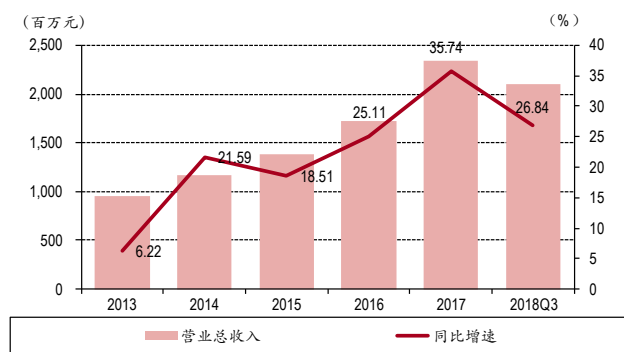
资料来源：公司公告，中银证券

受益于公司由 ODM 向 OBM 转型，营收维持较高增速。公司作为记忆绵床垫 ODM 龙头企业，为实现向 OBM 企业的转型，持续加大力度进行新产品开发与品牌营销推广，促使传统记忆绵床垫与记忆绵枕营收占比由 2013 年的 66.8% 下降至 2018H1 的 53.7%，出口业务营收由 91.2% 下降至 81.1%，总营收自 2014 年起维持双位数增长。截至 2018Q3，公司实现营收 21.0 亿元，同比增长 26.8%，其中 Q3 单季营收同比增长 33.4%，增速环比提升 13.9%。

2017 年，MDI、TDI 的数家厂商或因故障或集中检修先后停产，市场供应量锐减，价格大幅上涨，使公司原材料成本大幅提升，且人民币升值使公司汇兑损失同比增长 263.3% 至 2471 万元，导致公司毛利率与净利率明显下降。

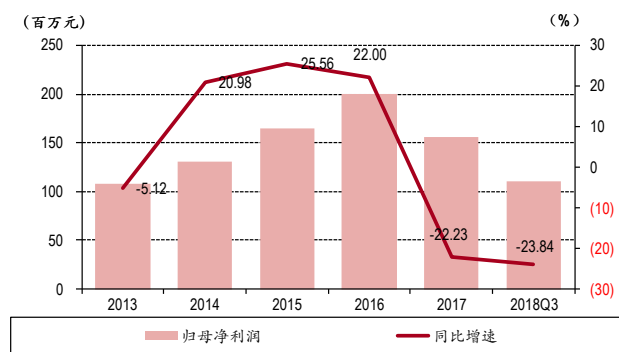
但今年人民币贬值，原材料价格下降，公司盈利水平有所改善。截至 2018Q3，公司实现归母净利润 1.1 亿元 (YoY-23.8%)，其中 Q3 单季归母净利润同比增长 127.2%，增速环比提升 154.0%，业绩出现明显拐点。

图表4. 公司营收持续增长



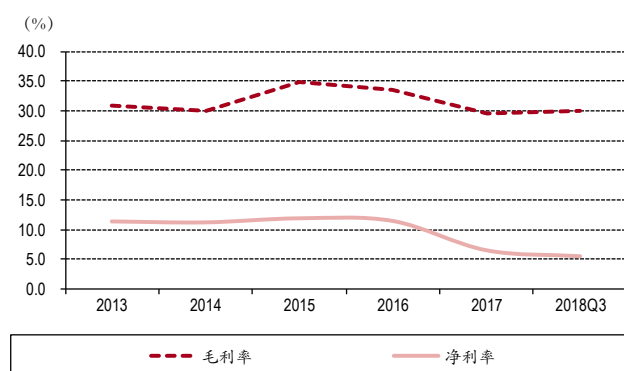
资料来源: Wind, 中银证券

图表5. 近年公司归母净利润增速略有波动



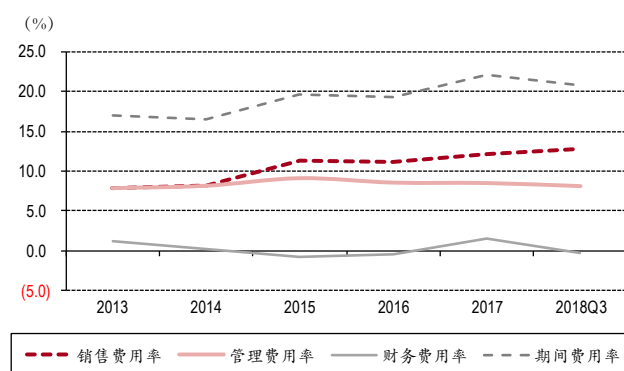
资料来源: Wind, 中银证券

图表6. 近年公司盈利水平略有下滑



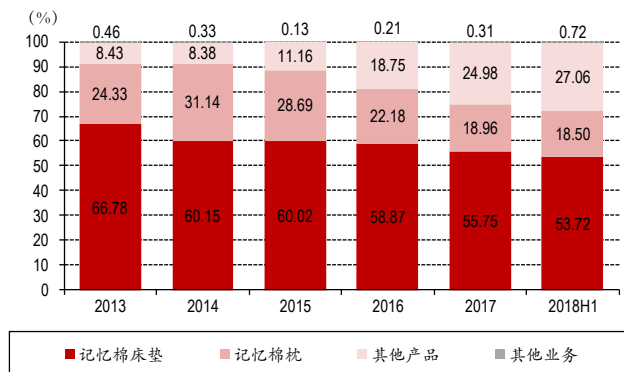
资料来源: Wind, 中银证券

图表7. 公司销售费用率呈上升趋势



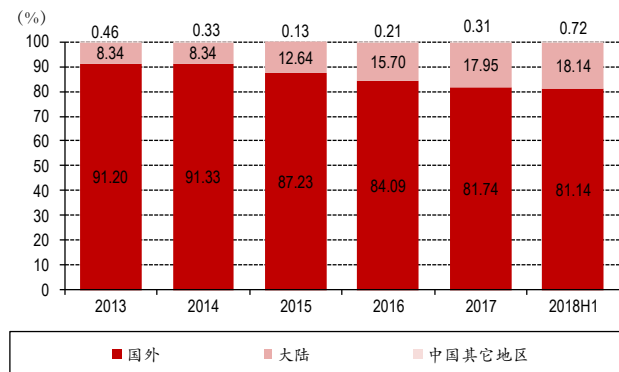
资料来源: Wind, 中银证券 (注: 2018Q3 管理费用率项已包含研发费用率)

图表8. 2013-2018H1 公司记忆绵产品营收占比下降



资料来源: Wind, 中银证券

图表9. 2013-2018H1 公司出口业务营收占比逐年下降

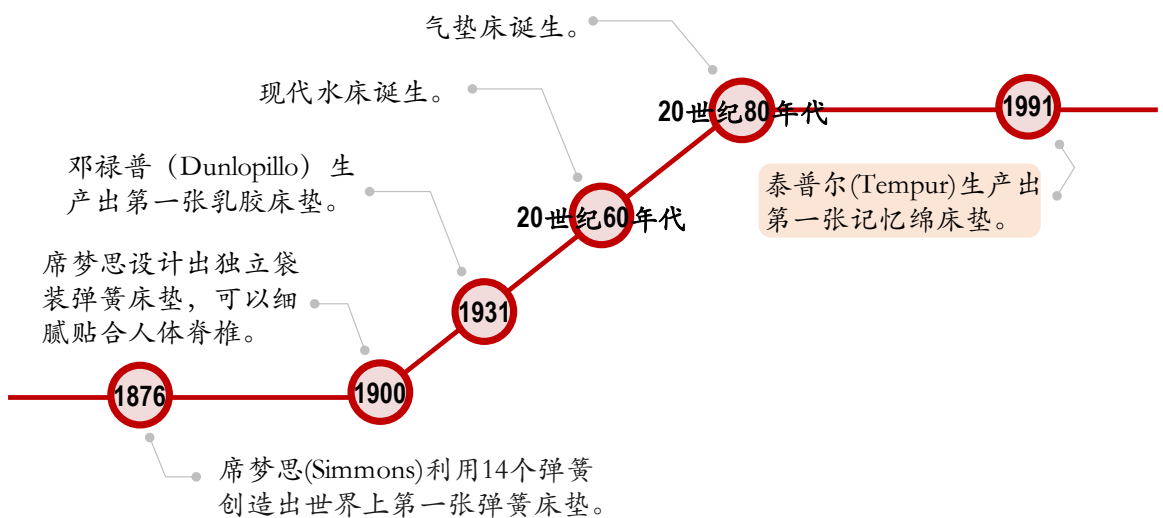


资料来源: Wind, 中银证券

产品迭代创新助记忆绵床垫全球渗透率不断提升

作为记忆棉床垫的起源地，美国是记忆棉床垫渗透率最高的国家，欧洲跟美国军民收入水平和消费习惯接近，记忆棉渗透率也相对接近，因此我们研究美国的记忆棉发展历史，借此展望全球的记忆棉寝具产品发展前景。1876 年，席梦思发明出世界上第一张弹簧床垫，开启了大众对床垫类产品的消费追求，随后的 100 年内，乳胶床垫、水床、气垫床先后诞生。1991 年，弹簧床垫诞生 115 年后，第一张记忆绵床垫被生产出来，开启了记忆绵床垫新纪元。

图表10.床垫发展历程一览



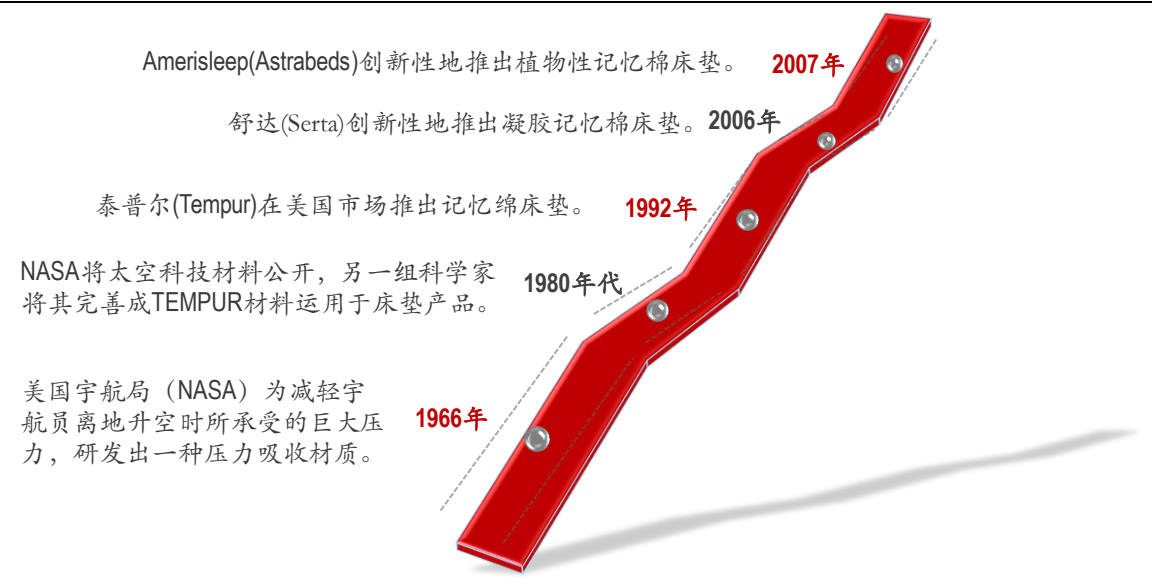
资料来源：各公司官网，中银证券

记忆绵床垫最初源于美国宇航局(NASA)的一次发明。1966年，NASA为减轻宇航员离地升空时所承受的巨大压力，研发出一种压力吸收材质；1980年代，NASA将此材质向公众公开，随后另一组科学家(来自即将合并的瑞典Fagerdala公司和丹麦Dan-Foam公司)在其基础上继续研发，用了近十年时间，投入数百万美元研发经费后，成功将其完善成TEMPUR材料，并运用于床垫产品；1991年，泰普尔(Tempur)成立，生产出第一张记忆绵床垫；1992年，泰普尔正式在美国市场推出记忆绵床垫产品，大获成功。

随后，记忆绵材质被几经改良，直至2006年，舒达研发并推出凝胶记忆绵床垫，2007年，乳胶床垫生产商Astrabeds创立Amerisleep品牌，推出植物性记忆绵床垫，两者与传统记忆绵床垫一起成为美国记忆绵床垫市场三大主要品类。

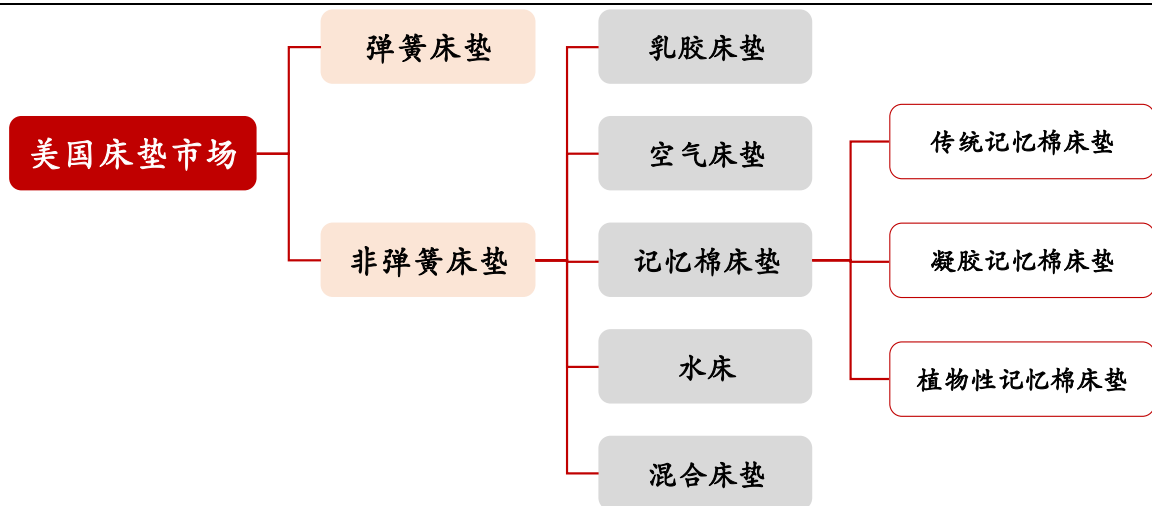


图表11. 记忆绵床垫发展历程一览



资料来源：各公司官网，中银证券

图表12. 美国市场床垫分类一览

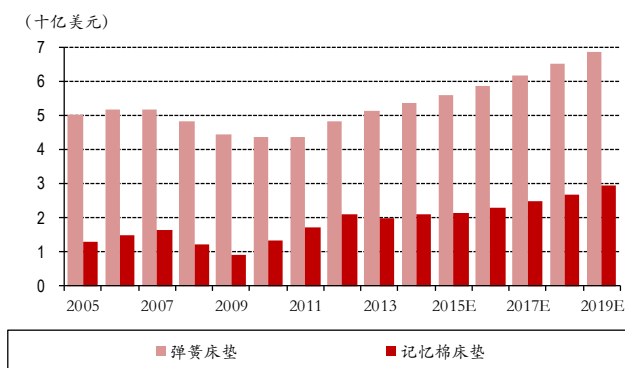


资料来源：中银证券

记忆绵床垫增速领跑美国床垫市场

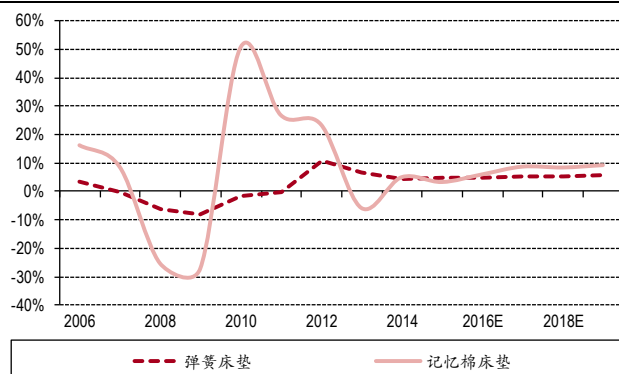
由于记忆绵床垫比弹簧床垫晚 116 年诞生，且整体定价高于弹簧床垫，故在美国床垫市场，销售规模仍次于弹簧床垫。据全球性市场研究咨询公司 Technavio Research 数据显示，2005-2014 年，美国床垫市场整体销售额复合增速（CAGR）为 1.9%，其中弹簧床垫为 0.8%，记忆绵床垫为 5.5%；2019 年床垫销售额预计达 101.8 亿美元，其中弹簧床垫销售额预计同比增长 5.5%至 68.7 亿美元，记忆绵床垫预计同比增长 9.3%至 29.4 亿美元。

图表13. 美国弹簧床垫销售额高于记忆绵床垫



资料来源: Technavio Research, 中银证券

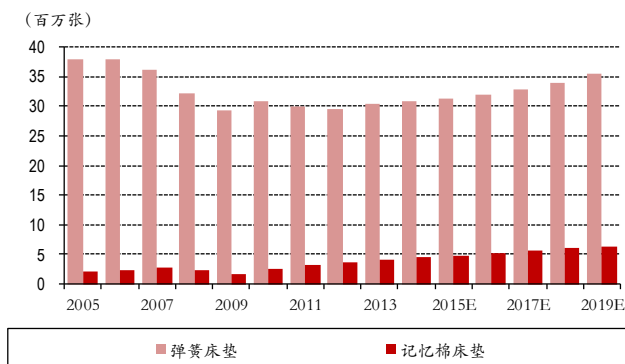
图表14. 美国记忆绵床垫销售额增速高于弹簧床垫



资料来源: Technavio Research, 中银证券

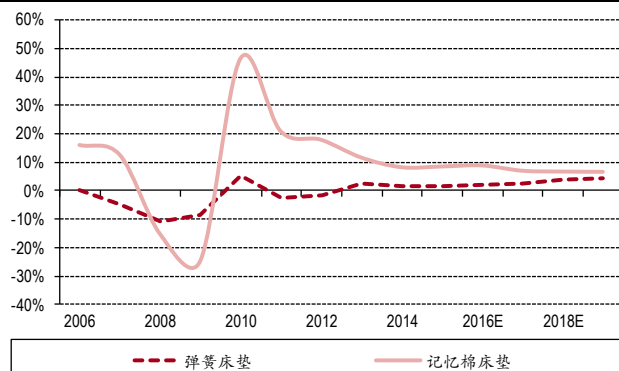
在销量上, 2005-2014 年, 美国市场的床垫、弹簧床垫、记忆绵床垫销量 CAGR 分别为-1.5%、-2.3%、8.6%, 预计 2019 年分别达 4311 万张、3545 万张、641 万张, 记忆绵床垫增速明显领跑美国床垫市场。

图表15. 美国弹簧床垫销量高于记忆绵床垫



资料来源: Technavio Research, 中银证券

图表16. 美国记忆绵床垫销量增速高于弹簧床垫

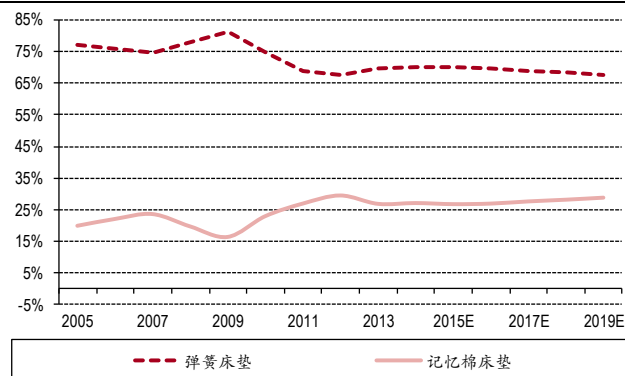


资料来源: Technavio Research, 中银证券

从市场份额来看, 2008 年美国金融危机之后, 凝胶记忆绵床垫与植物性记忆绵床垫开始发力, 数家床垫龙头企业纷纷新增记忆绵床垫品牌或系列, 加大营销力度与消费者教育力度, 有效提升记忆绵床垫认知度与接受度, 扩大市场份额。

据 Technavio Research 数据显示, 自 2010 年起, 美国记忆绵床垫份额开始出现明显提升, 2014 年销售额、销售量份额分别为 27.2%、12.2%, 较 2009 年分别提升 10.9%、6.8%, 增长明显。

图表17. 美国记忆绵床垫销售额市场份额呈上升趋势



资料来源: Technavio Research, 中银证券

图表18. 美国记忆绵床垫销售量市场份额呈上升趋势

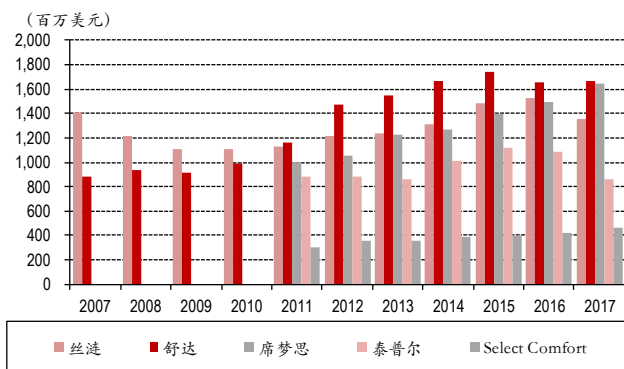


资料来源: Technavio Research, 中银证券

美国床垫行业集中度较高，品牌格局较稳

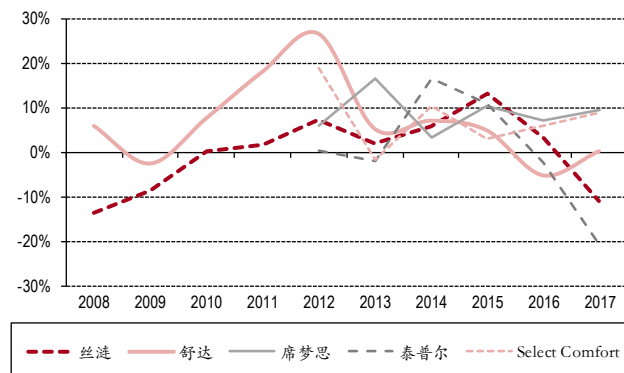
床垫诞生至今已有 100 多年，美国床垫市场已进入成熟期，整体增速放缓，行业集中度较高，竞争格局基本稳定。据美国权威家具周刊《今日家具》数据显示，2017 年美国床垫出货额排名前五的企业分别是舒达（16.6 亿美元，同比增长 0.3%）、席梦思（16.4 亿美元，同比增长 9.4%）、丝涟（13.6 亿美元，同比降低 11.0%）、泰普尔（8.6 亿美元，同比降低 20.9%）、Select Comfort（4.6 亿美元，同比增长 9.0%），市场份额分别为 19.86%、19.59%、16.21%、10.29%、5.52%，CR5 高达 71.47%。

图表19.美国床垫企业出货额



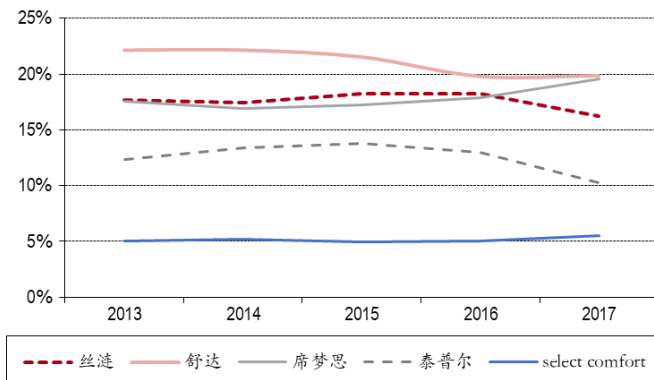
资料来源：Furniture Today，中银证券

图表20.美国床垫企业出货额同比增速



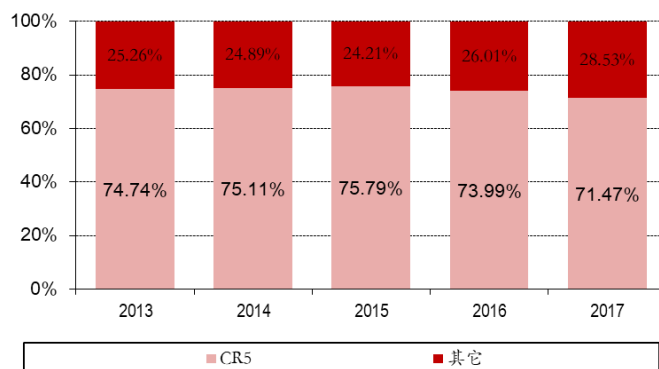
资料来源：Furniture Today，中银证券

图表21.美国前五大床垫企业市场份额



资料来源：ISPA，Furniture Today，中银证券

图表22.美国床垫市场行业集中度较高



资料来源：ISPA，Furniture Today，中银证券

1992 年，泰普尔携记忆绵床垫进入美国，当时美国床垫龙头格局已现，又因记忆绵床垫的研发与生产成本较高，抬高了准入门槛，导致演变至今，记忆绵床垫的市场竞争格局与整体床垫行业相差不多，主要龙头企业仍是泰普尔、舒达、丝涟、席梦思。



图表23.美国主要记忆绵床垫品牌及其系列一览

美国主要记忆绵床垫企业	记忆绵床垫系列
泰普尔	云端系列: Luxe、Luxe Breeze、Supreme、Supreme Breeze、Cloud Select 轮廓系列: GrandBed、Tempur-Allura、Rhapsody、Rhapsody Breeze、Contour Signature、Select 超轻系列: Weightless Supreme、Select
丝涟	Sealy: 凝胶记忆绵床垫 Posturepedic: 经典、凝胶、混合床垫 Optimum: Opticool 凝胶记忆绵床垫
席梦思	Curv 记忆绵床垫 Curv 凝胶记忆绵床垫 甜梦: ComforPedic iQ、AirCool、TruEnergy、RECHARGE、BLACK 记忆绵床垫
舒达	iComfort、iComfort Directions、Perfect Elements 记忆绵床垫
Select Comfort	Sleep Number 记忆绵床垫
Amerisleep	植物性记忆绵床垫
Stearns and Foster	Lux Estate、Hybrid Lux Estate、Estate、Signature 记忆绵床垫

资料来源: 各公司官网, 中银证券

美国记忆绵床垫市场驱动力与阻碍力分析

美国记忆绵床垫市场增长的主要驱动力: 健康舒适的产品、电商渠道的崛起

记忆绵床垫增速之所以能领跑美国床垫市场, 除因其基数较低, 也因其健康舒适的主打概念。

与传统弹簧床垫比, 记忆绵床垫采用记忆海绵为材料, 具有减压、慢回弹、感温、透气与抗菌防螨的特性, 能吸收分解人体压力, 带来无压力贴合感的同时, 让脊椎、颈椎等接触部位处于自然放松状态, 从而减少自身体重对脊椎、颈椎、肌肉、微血管和神经系统等产生的压强, 改善睡眠质量。

图表24.弹簧床垫与记忆绵床垫对比

	弹簧床垫	记忆绵床垫
支撑性	无法为身体不同部位提供适度支撑, 容易导致血液循环不畅、肌肉或关节疼痛等问题。	能吸收分解人体压力, 让身体各部位处于自然放松状态。
耐用性	可有效减震; 不易损耗。	柔软耐用; 密度低的记忆绵容易破损。
温感性	不随人体温度调节软硬度。	温度敏感性较高, 可随人体温度调节软硬度。
折叠性	要避免折叠或者弯曲床垫; 每3个月要翻一次床垫以减少损耗。	可以被任意折叠、弯曲; 没有特殊保养要求。

资料来源: 中国知网, 中银证券

虽然最初代的记忆绵床垫存在回弹速度慢、散热性差、有机化学物毒性挥发等问题, 但经过各家床垫企业的不断研发改进, 记忆绵材质得以持续完善, 如: 凝胶记忆绵主要针对回弹速度与散热性进行了改良, 使床垫回弹速度加快, 且能为使用者提供清凉舒适的睡眠环境; 植物性记忆绵在透气度、散热度与清凉度上进一步优化, 又因其采用植物成分, 无有毒挥发性有机化合物, 更加环保健康。

图表25.三类记忆绵床垫对比

	传统记忆绵床垫	凝胶记忆绵床垫	植物性记忆绵床垫
回弹速度	★	★★	★★★
散热性	★	★★	★★★
挥发性有机化合物毒性	★★★	★★	★
气味散发问题	★★★	★★	★
海绵密度	2.5-7.0 lb.	3.0-5.0 lb.	4.5-5.3 lb.
知名品牌	Tempur-Pedic	Serta iComfort	Amerisleep
价格区间	\$1,099-7,499	\$1,074-2,774	\$849-1,899

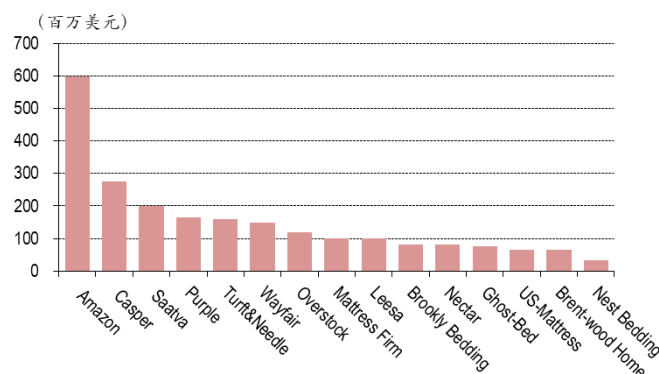
资料来源: 中国知网, 中银证券 (注: 1lb.=16D=16kg/m³)

记忆绵床垫“健康舒适”的吸引力最能体现在拥有睡眠问题或脊椎、关节等疾病的人群上。据 Technavio Research 统计，美国记忆绵床垫最大的消费群体是“婴儿潮”一代。这代人出生于 1946-1964 年间，基数庞大（高达 7600 万人，约占目前美国总人口的 1/4）。截至 2008 年，这代人掌握了约 13 万亿美元投资性资产，拥有约 40 万亿美元财富总额，占美国家庭总财富的 70% 左右。

随着“婴儿潮”一代渐渐迈入 50-70 岁大关，开始被关节疼痛、背部疼痛、失眠等各种老年疾病困扰，在医疗、护理等机构的指引或营销推广的影响下，拥有消费能力的他们将目光转向了记忆绵床垫，并渐渐成为其最大顾客群。

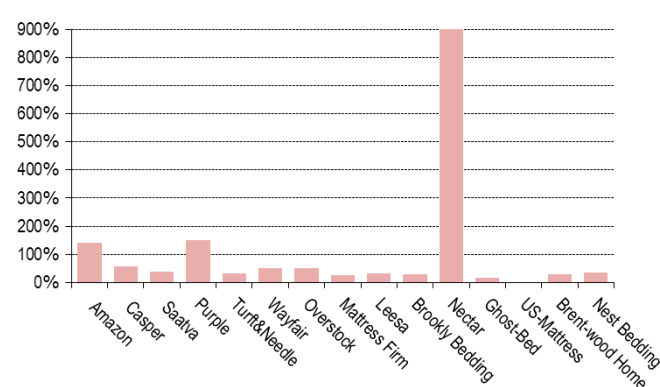
除此之外，电商渠道的崛起也是记忆绵床垫渗透率提升的一大驱动力。据《今日家具》数据显示，截至 2017 年，美国 TOP5 电商床垫企业实现营收 14 亿美元，同比增长 85%，TOP15 电商床垫企业实现营收 22.69 亿美元，同比增长 66%，其中，Casper、Saatva、Purple、Tuft&Needle 分别以 2.75 亿美元、2 亿美元、1.65 亿美元、1.6 亿美元的销售额成为全美床垫销售额排名的 Top8-Top11，实现了对传统床垫品牌的飞速赶超与份额抢占，使 2017 年前五大传统品牌份额集中度同比降低 2.52% 至 71.47%。

图表26. 美国电商床垫品牌 2017 年销售额



资料来源: Furniture Today, 中银证券

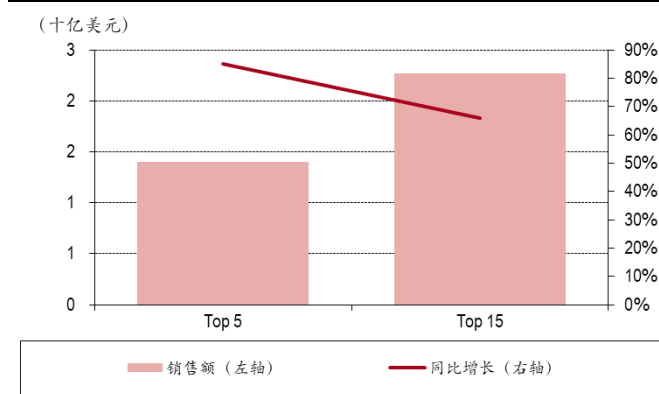
图表27. 美国电商床垫品牌 2017 年销售额维持高速增长



资料来源: Furniture Today, 中银证券

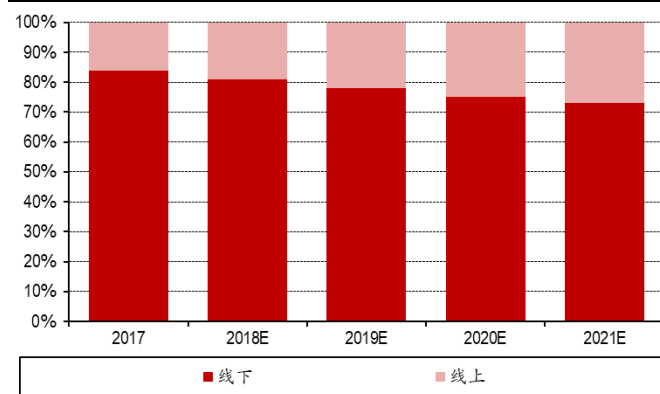
鉴于互联网床垫市场的高速增长，大型床垫厂商也纷纷涉足。2016 年丝涟推出拥有丝涟的质量，售价却低于 1000 美元的平价电商床垫品牌 Cocoon by Sealy，在抵抗互联网床垫品牌冲击的同时，抓住机会获取行业红利。据 Statista 统计，2017 年美国线上床垫销售额占比提升至 16%，2021 年预计达 27%，成为床垫主要销售渠道之一。

图表28. 2017 年美国 TOP15 电商床垫销售额同比+66%



资料来源: Furniture Today, 中银证券

图表29. 2017 年美国线上床垫品牌销售额份额达 16%



资料来源: Statista, 中银证券

随着美国床垫市场电商渠道的兴起，相较无法压缩折叠导致运输安装成本较高的弹簧床垫，可压缩折叠方便运输与自行安装的记忆绵床垫优势凸显，成为更多厂商与消费者的共同选择，并有望持续受益于电商渠道占比的提升。

美国记忆绵床垫市场增长的主要阻碍力：价格较高

现在美国市面上的主流记忆绵床垫品牌有泰普尔、丝涟、席梦思、舒达、Amerisleep，除此之外，还有 BedInABox、Novaform 这样的特色品牌。不同品牌的价格区间相差较大，但因记忆绵材质成本较高，且较大的研发改进空间导致较多的研发费用投入，美国市场上记忆绵床垫整体价位高于弹簧床垫，成为记忆绵床垫渗透率提升的最大阻碍。

图表30.美国主要记忆绵床垫品牌价格区间一览

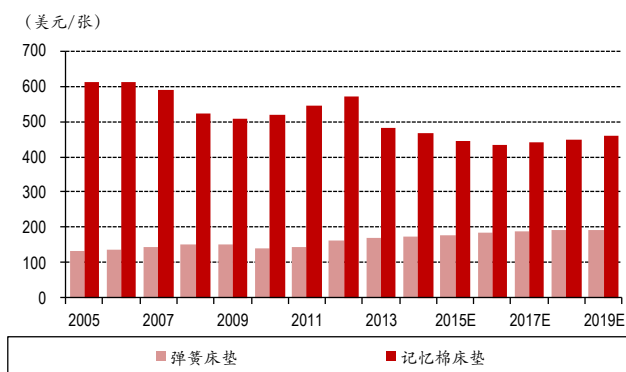
美国主要记忆绵床垫品牌	主要价格区间	销售渠道
Amerisleep	\$2,999 - \$4,399	线下、线上
Tempur-Pedic	\$2,199 - \$3,999	线下、线上
Simmons ComforPedic	\$1,299 - \$2,499	线下
Serta iComfort	\$1,099 - \$2,799	线下、线上
Sealy Posturepedic	\$699 - \$2,099	线下、线上
BedInABox	\$699 - \$1,899	线上
Novaform	\$599 - \$799	线下、线上

资料来源：各公司官网，中银证券（注：统一为 Queen Size 床垫价格区间）

据 Technavio Research 数据显示，2014 年美国弹簧床垫出厂均价同比提升 2.8% 至 174 美元/张，记忆绵床垫出厂均价同比降低 3.0% 至 467 美元/张，虽然两者价格一升一降，但记忆绵床垫均价仍是弹簧床垫的 2.7 倍。

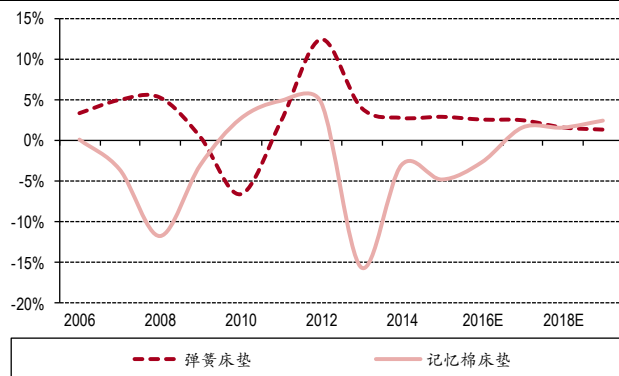
未来随着记忆绵床垫销售规模增加，规模效应扩大，生产水平提升，价格有望持续下降，市场竞争力随之提升。据 Technavio Research 预测，2019 年美国记忆绵床垫出厂均价有望降至 459 美元/张，是弹簧床垫（194 美元/张）的 2.4 倍。

图表31.美国记忆绵床垫出厂均价高于弹簧床垫



资料来源：Technavio Research，中银证券

图表32.美国记忆绵床垫出厂均价呈下降趋势



资料来源：Technavio Research，中银证券

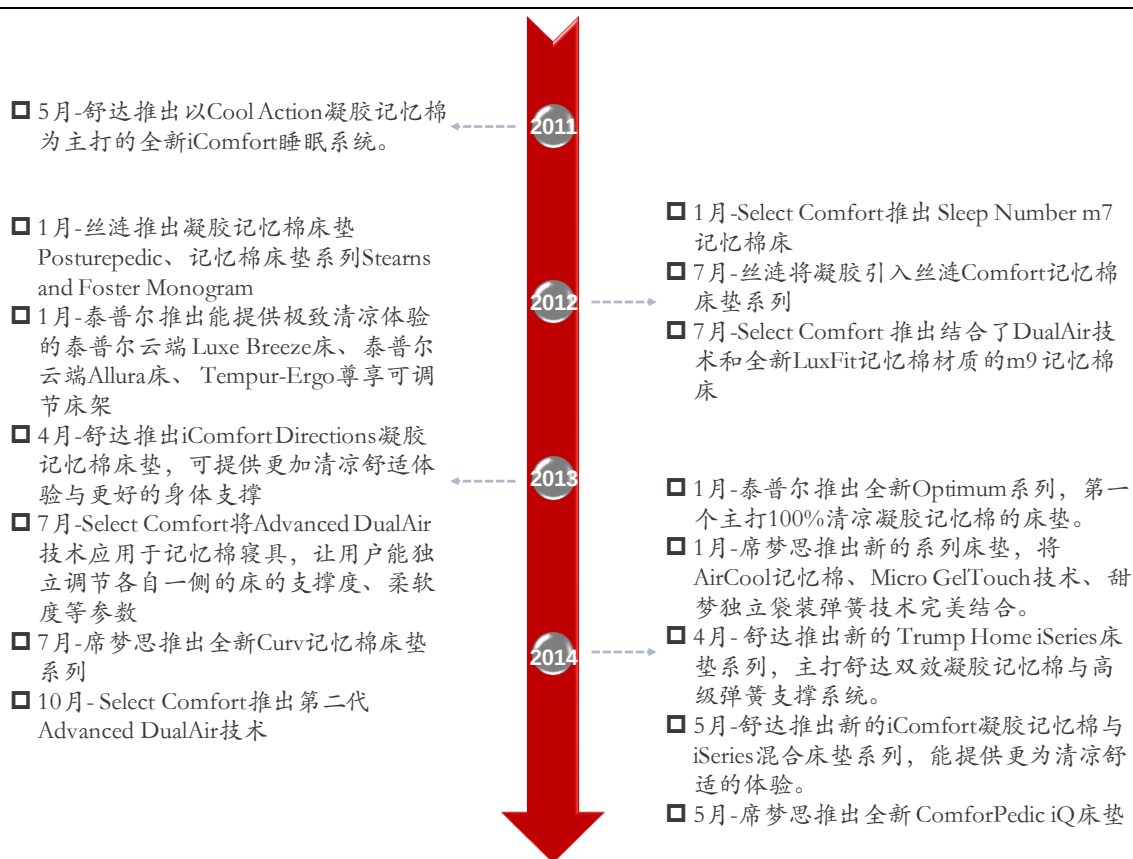
美国记忆绵床垫企业的核心角逐场：产品/技术

相较弹簧床垫，记忆绵床垫的核心竞争力是无压力贴合感及全方位适度支撑等带来的健康舒适的产品体验，因此，产品与技术是美国记忆绵床垫企业的主要角逐场。

由上文可知，2006 - 2007 年，舒达与 Amerisleep 先后研发出凝胶记忆绵、植物性记忆绵，将记忆绵技术向前推进了一大步；2008-2009 年，美国深陷金融危机的泥沼，床垫行业亦深受打击，销售出现明显下滑；2010 年，经济复苏，市场需求开始回暖，企业重新活跃起来，纷纷加大研发与市场投入力度，通过高频率推新换代刺激市场需求。

2011-2014 年间，舒达、丝涟、席梦思、泰普尔、Select Comfort 五大床垫龙头纷纷推出记忆绵系列新品，将各项新技术与记忆绵床垫相结合，丰富消费者选择的同时，进一步改进产品，扩大差异化。

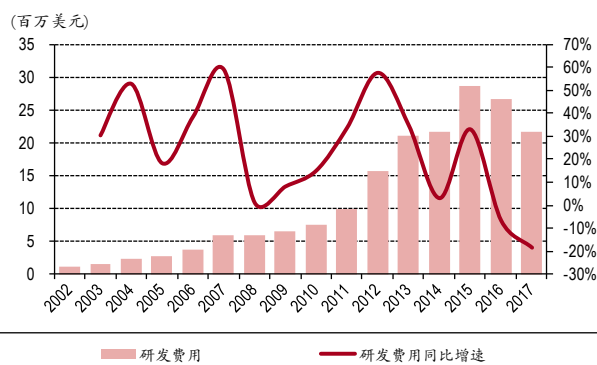
图表33.2011-2014 年美国床垫龙头企业纷纷推出记忆绵新品



资料来源：各公司官网，中银证券

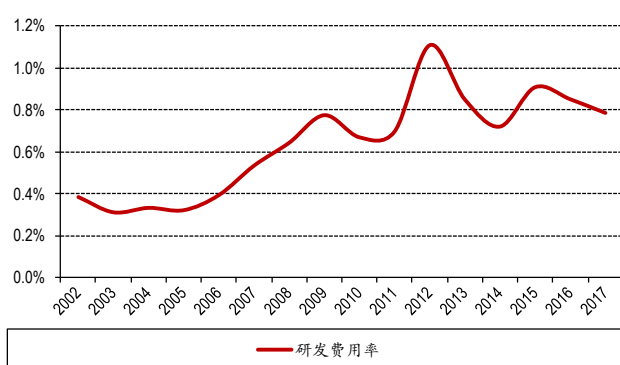
与之相对应的，是企业研发费用的提升。以泰普尔丝涟（2012 年泰普尔与丝涟开始并表）为例，2010-2015 年，泰普尔丝涟研发费用持续高增长，研发费用率由 0.7%提升至 0.9%，高于 2007 年前的 0.3%-0.4%的范畴，研发投入加大趋势明显。

图表34.2002-2017 年泰普尔丝涟研发费用情况



资料来源: Bloomberg, 中银证券

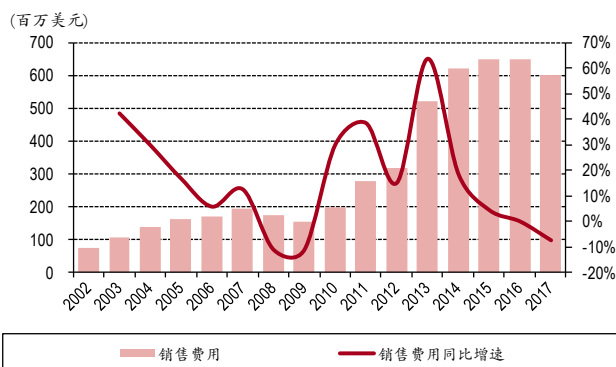
图表35. 泰普尔丝涟研发费用率呈上升趋势



资料来源: Bloomberg, 中银证券

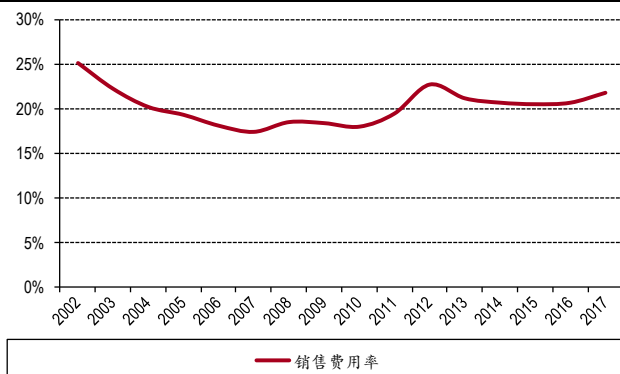
由于新产品的推出往往伴随着对应的市场营销推广方案,泰普尔丝涟的销售费用率亦自2011年起开始向上攀升,2017年已升至21.8%,较2010年提升3.7个百分点。

图表36.2002-2017 年泰普尔丝涟销售费用情况



资料来源: Bloomberg, 中银证券

图表37. 泰普尔丝涟销售费用率呈上升趋势



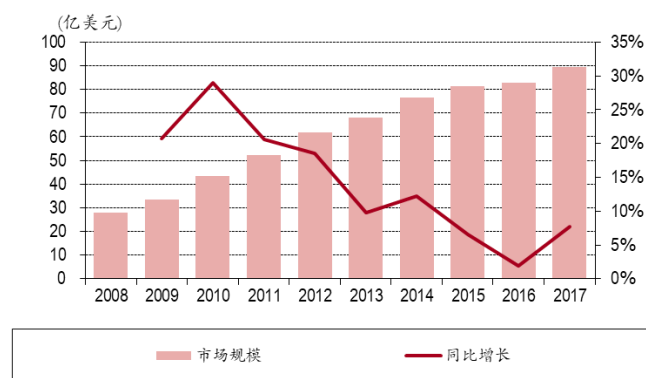
资料来源: Bloomberg, 中银证券

总的来说,凭借舒适健康的产品优势及可压缩折叠享受的互联网渠道优势,记忆绵床垫销售增速领跑美国床垫市场,占比逐渐提升,行业集中度走高,虽然价格成为阻碍消费者购买的主要因素,但近年来随着各家企业研发投入的加大及新技术的突破,整体价格呈下降趋势,叠加产品推陈出新加速,营销推广力度加大,记忆绵床垫市场将成美国床垫企业主要争夺地。

强化产品力、渠道力、品牌力，巩固 OBM 基础

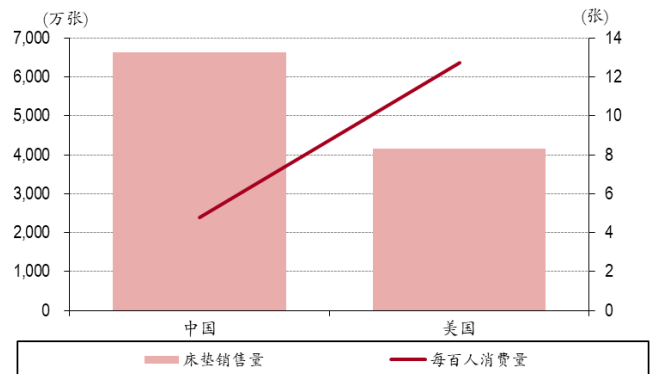
虽然中国床垫行业起步较晚，市场发展时间较短，但基于国内庞大的消费者群体以及不断提升的渗透率，床垫市场规模得以高速增长。据 CSIL 数据显示，2008-2017 年我国床垫市场规模复合增速为 13.84%，2015-2016 年因前期地产调控，增速下降，2017 年又恢复增长，同比+7.69%至 89.38 亿美元。我们测算，中国 2017 年每百人床垫消费量仅为 4.8 张，美国已经达到 12.7 张，约是中国的 2.7 倍，中国市场空间还很大，目前仍处于成长前期。

图表38. 2008-2017 年中国床垫市场规模



资料来源: CSIL, 中银证券

图表39. 美国每百人消费量是中国 2.7 倍

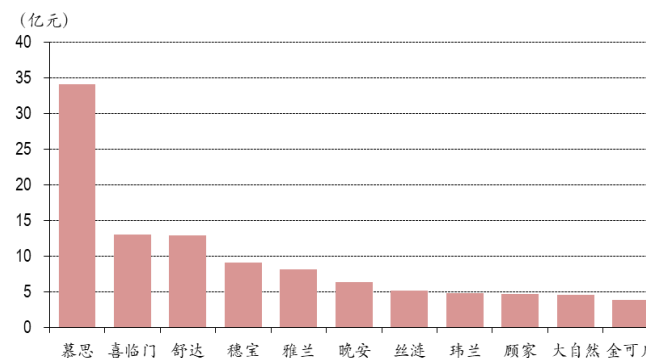


资料来源: ISPA, 中银证券

在竞争格局方面，较低的行业壁垒与较廉价的劳动力吸引了众多床垫厂商加入，又因早期国内消费者层级不高，品牌意识不强，同质化产品泛滥，市场培育仍在初期，行业集中度远低于美国。

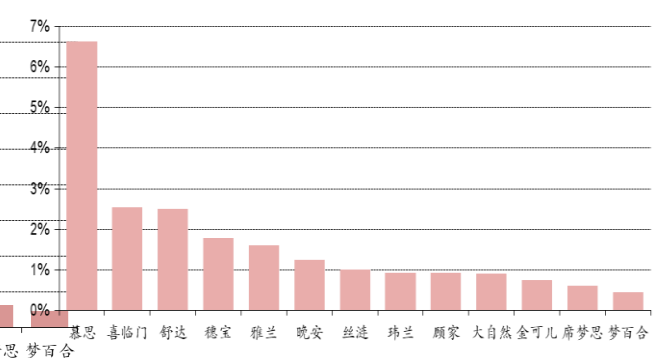
泛家居数据显示，2017 年中国市场销售额排名前五的寝具品牌分别为慕思、喜临门、舒达、穗宝、雅兰，其市场份额分别为 6.6%、2.5%、2.5%、1.8%、1.6%，CR5 仅为 15.1%，远低于美国的 71.47%，仍有很大提升空间。

图表40. 2017 年中国床垫企业国内销售额



资料来源: 泛家居, 中银证券

图表41. 2017 年中国床垫企业国内市场份额

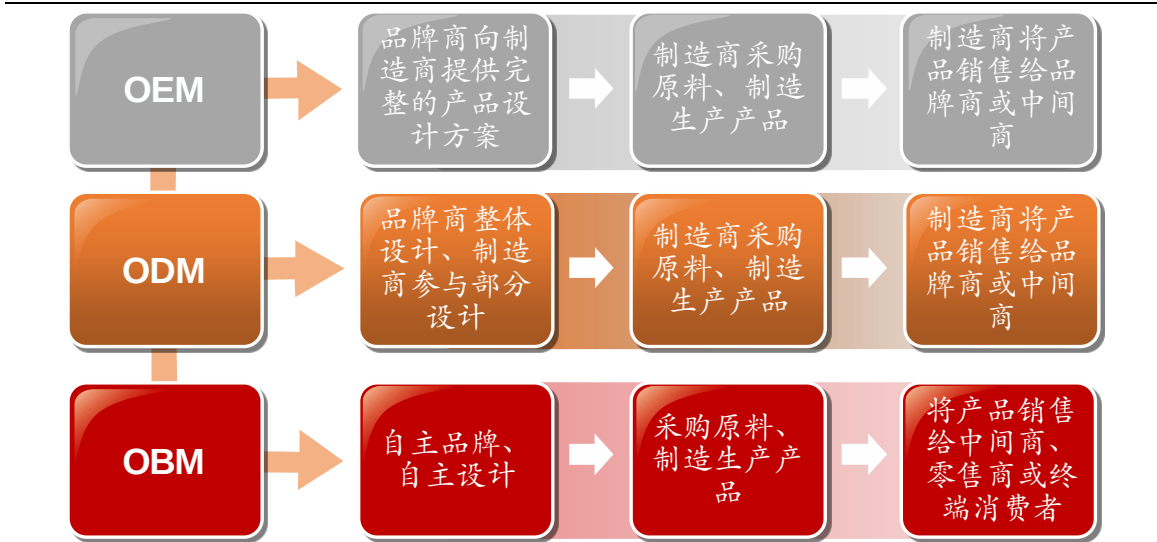


资料来源: CSIL, 泛家居, 中银证券

与美国市场相似的是，中国市场主要的床垫种类亦是弹簧床垫，记忆棉床尚处于导入期，市场渗透率非常低，价格与消费者认知度是限制记忆绵床垫渗透的主要因素，因此，早期我国记忆绵寝具生产厂商更多凭借基础设施、人力成本、行业配套等优势，帮海外企业做 OEM 代工。

但随着厂商自身研发与制造实力的提升，会开始参与产品的部分研发设计环节，并渐渐向技术含量更高的 ODM 转型，从而积累更多产品设计与生产技术经验。凭借这些经验，部分厂商开始打造自有品牌，并依靠性价比优势，有计划地向利润空间更大的 OBM 转型。

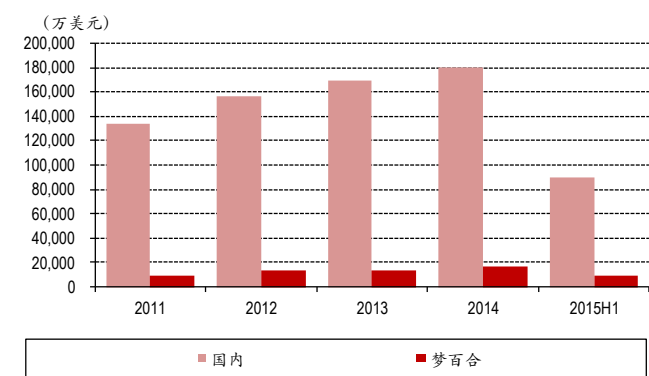
图表42.OEM、ODM、OBM 业务模式简介



资料来源：公司招股说明书，中银证券

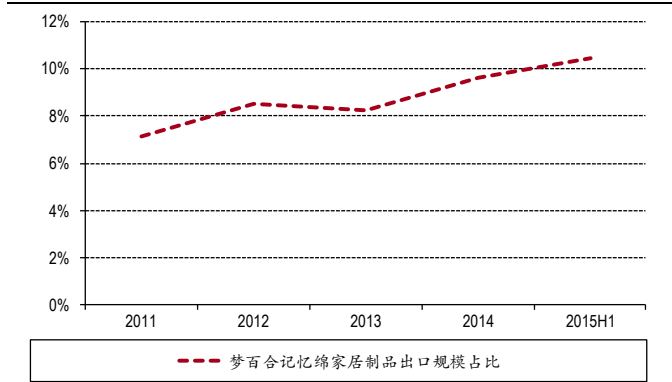
公司就是以 OEM 与 ODM 起家的国内主要的记忆绵家居制品生产与出口型企业，2015 年 1-6 月，公司记忆绵家居制品出口规模为 9462 万美元，占国内整体记忆绵家居制品出口规模的 10.5%，较 2011 年的 7.1% 提升 3.4 个百分点。

图表43. 公司记忆绵家居制品出口规模逐年攀升



资料来源：海关总署，中银证券

图表44. 公司记忆绵家居制品出口份额呈上升趋势



资料来源：海关总署，中银证券

2008 年，公司创建 Milily 品牌，迈出了向 OBM 转型的第一步；2014 年，公司宣布正式进军国内市场，如今已拥有以“MLILY”、“Milily 梦百合”为主的自主品牌体系。

图表45. 公司主要竞争对手一览

公司名称	简介
盛诺集团	总部设在中国香港的大型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，产品市场包括中国内地、中国香港地区、欧洲、美国及日本。
际诺思	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。
喜临门	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。
Tempur-Pedic	全球最大的记忆绵家居产品制造商之一，美国上市公司，主要业务为记忆绵床垫、枕头及配件的生产、研发和销售。
Recticel	欧洲领先的聚氨酯海绵制品公司，欧洲 Euronext 上市公司。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。

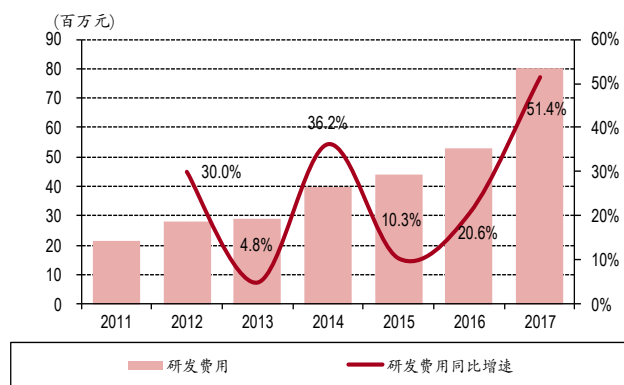
资料来源：公司招股说明书，中银证券

高研发投入孕育高品质产品，助公司打开 OBM 市场

产品研发与设计能力是国外知名记忆绵家居制品品牌商、贸易商选择 ODM 厂商的重要评分标准之一，公司能为 Walmart、Costco 等知名企业提供 ODM 产品，其研发设计能力可见一斑，而这源自其在研发费用上的不吝投入。

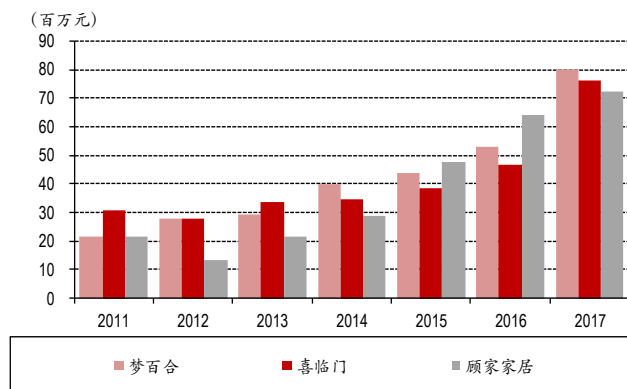
2011-2017 年公司研发费用 CAGR 为 24.6%，2017 年研发费用投入为 8013 万元，同比增长 51.4%，占总营收的 3.4%，无论是绝对值、增长速度还是费用率，在行业均处领先地位。

图表46. 公司研发费用投入持续增长



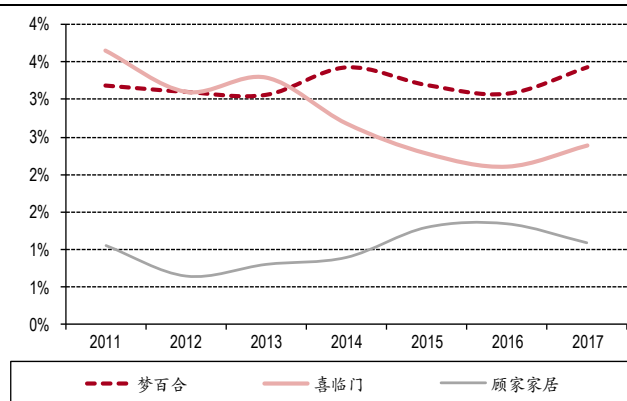
资料来源：Wind，中银证券

图表47. 公司研发费用投入较大



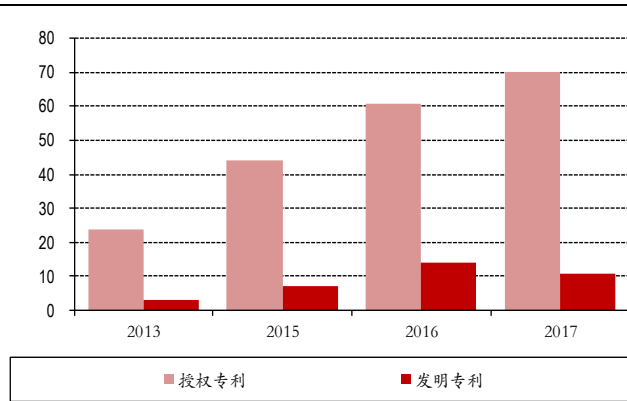
资料来源：Wind，中银证券

图表48. 公司研发费用率持续保持高位



资料来源: Wind, 中银证券

图表49. 公司专利数量持续增加



资料来源: 公司公告, 中银证券

高投入带来高收获, 在产品研发设计上, 公司硕果累累。公司公告显示, 2013-2017 年, 公司专利数量持续增长, 截至 2017 年末, 公司拥有授权专利 70 项, 其中境内发明专利 11 项。另外, 公司的“可生物降解的慢回弹记忆绵”、“可降解式聚氨酯与乳胶复合床垫”、“三层婴儿保健枕”等产品被江苏省科技厅评定为高新技术产品; 研发项目“可生物降解记忆绵”被国家科学技术部认定为国家火炬计划产业化示范项目; 新研发的智能床垫荣获首届“居然杯”老年寝具、儿童寝具设计大赛老年床垫组金奖、第四届“资金奖”文化创意设计大赛优秀奖、“2017 年度纺织十大创新产品”称号。

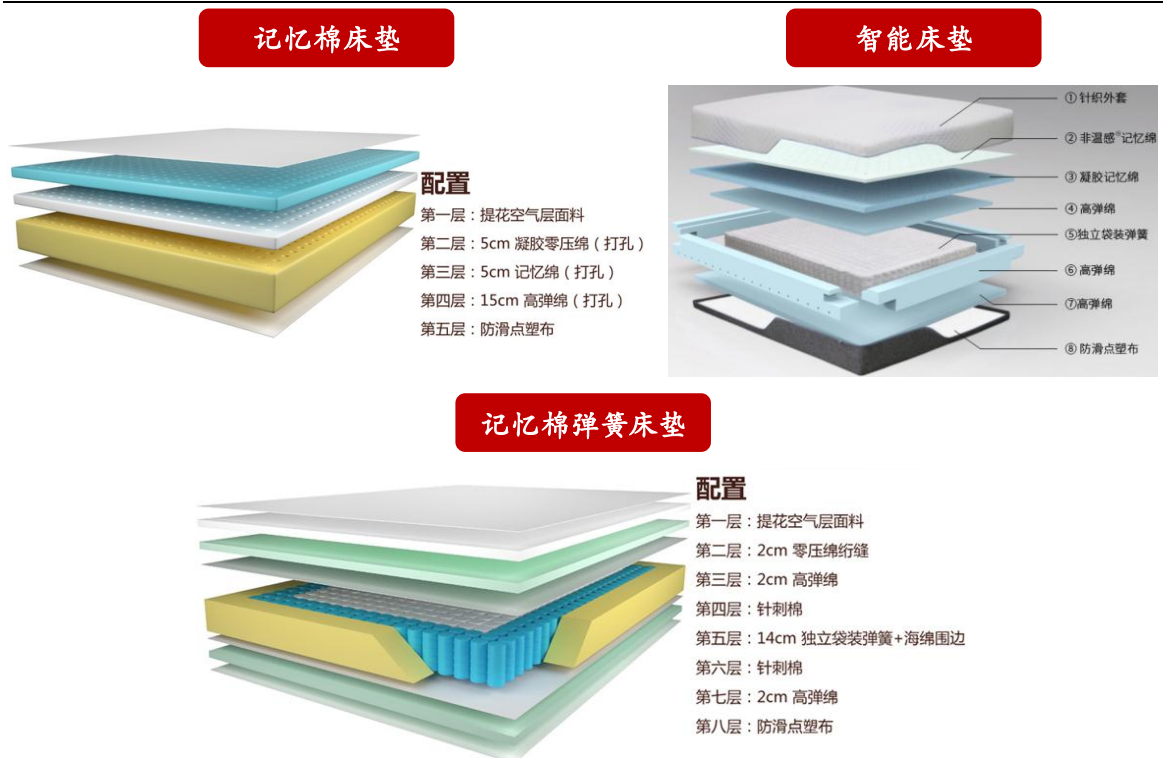
如今公司记忆绵床垫主要有三类: 纯记忆绵床垫、记忆绵弹簧床垫、智能床垫, 均采用非温感专利记忆绵技术, 能释压护脊, 静音少干扰, 且不会因温度而改变软硬, 一年四季皆保持同样的柔软舒适度。经大连维特奥国际医院临床试验证明: 公司 0 压床垫能提高 23.3% 的深度睡眠时间。

图表50. 公司床垫产品一览

类别	简介	图示
记忆绵床垫	1、采用非温感专利记忆绵, 分散身体压力, 使身体放松, 每夜熟睡; 2、根据头、颈、肩、肋、腰、臀、腿七个部位不同着力状况精心设计, 让人体在轻松状态下享受舒适睡眠。	
记忆绵弹簧床垫	1、采用非温感专利记忆绵, 分散身体压力, 使身体放松, 每夜熟睡; 2、根据头、颈、肩、肋、腰、臀、腿七个部位不同着力状况精心设计, 让人体在轻松状态下享受舒适睡眠; 3、采用精钢独立袋装弹簧, 经久耐用, 不变“芯”。	
智能床垫	1、配备可拆洗亲肤针织面料、专利非温感记忆绵内芯、独立袋装弹簧, 释压护脊, 静音少干扰; 2、可通过 APP 得到床垫使用者的实际心率、呼吸、体动状况及医疗机构出具的每日睡眠报告, 还能提供远程问诊服务, 解答睡眠问题。	

资料来源: 公司天猫旗舰店, 中银证券

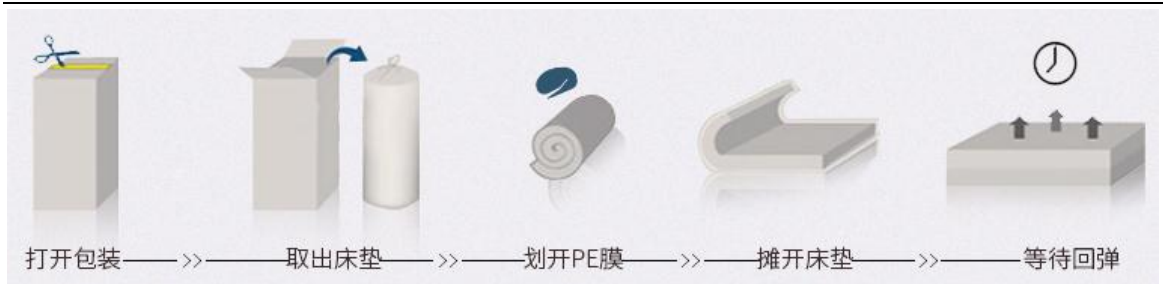
图表51.公司记忆绵床垫配置一览



资料来源：公司天猫旗舰店，中银证券

公司床垫均采用压缩卷装的方式进行包装，在降低运输成本的同时，方便消费者安装使用。

图表52.公司记忆绵床垫产品包装打开方式



资料来源：公司天猫旗舰店，中银证券

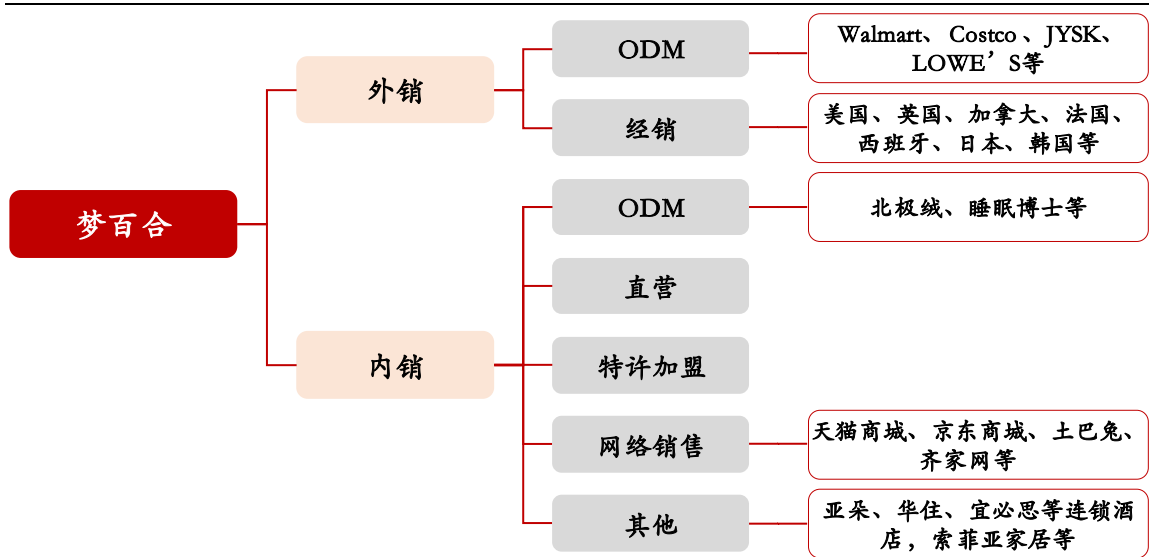
公司在巩固传统床垫产品市场地位的同时，自 2017 年起先后推出 Mlily 梦百合智能床垫、智能电动床、智能止鼾枕等高附加值智能系列新品，不仅丰富了产品矩阵，优化了产品结构，更新增了收入来源，扩大了利润空间。目前，公司电动床已大批量投产，成为新的业绩增长点。

大渠道弹性释放大增长空间

公司销售模式大体可分为外销与内销，外销以 ODM 为主，OBM 为辅；内销以 OBM 为主，ODM 为辅。其中，内销 OBM 又可以分为直营模式、特许加盟模式、网络销售模式及其他模式。



图表53.公司主要销售模式一览



资料来源：公司公告，中银证券

在 ODM 层面，长期积累下来，公司已与部分家居制品品牌商、家居贸易商（如国外的 Walmart、Costco 等，及 JYSK、LOWE'S 等的供应商，国内的北极绒、睡眠博士等）建立了稳定的合作关系，又因这类客户选择 ODM 供应商时通常需要 1-2 年的考察期，选定后如无大差错，较少更换，故公司客户群稳定。此外，公司还通过参加展会等方式获取新客户，持续丰富客户池。

在 OBM 层面，公司已实现全方位多渠道覆盖，其中，国内连锁酒店渠道增速亮眼，传统线下渠道弹性可期。

公司酒店渠道开拓顺利。公司一方面通过上海梦百合开展 B2B 酒店业务，将产品销往铂涛集团、假日酒店、如家酒店等多家酒店集团；另一方面，通过控股孙公司恒旅网络（2017 年设立）加大力度开发 2B2C 业务，目前已进入国内前 6 大酒店集团。

除继续深入与国内酒店集团合作外，公司计划向国际五星级酒店集团发展，培育海外酒店客户，并成立酒店零压房业务，联合酒店客户向 C 端客户进行联合营销，计划 2019 年合作 4000 家酒店，2020 年合作 2 万家酒店。

图表54. 公司与全国多家酒店集团合作梦百合酒店零压房

 BLOSSOM HILL HOTELS & RESORTS 花间堂	 ACCOR 雅高酒店集团 开启酒店行业新境界	 华住酒店集团	 Mofang 魔方公寓
 WYNDHAM HOTEL GROUP	 YIBON 逸柏酒店集团 Hotels Group	 铂涛集团 PLATENO	 如家酒店集团
 Minshan Hotel 峨山饭店	 Holiday Inn	 书香门第 SCHOLARS INN 商务酒店	 艾途酒店 Aitour Hotel

资料来源：公司官网，中银证券

公司线下实体店仍有很大扩张空间。截至目前，公司自有品牌“Mlily”在国内拥有约 170 家专卖店，并通过经销模式入驻美国、英国、加拿大、法国、西班牙、日本、韩国等多个国家及地区，其中，西班牙通过收购的本土床垫品牌 Maxcolchón 进驻 39 家实体店，德国通过与 portaMöbel（德国最大的家具公司之一）合作入驻 25 家门店。

图表55. 公司产品行销全球多国



资料来源：公司官网，中银证券

2017 年 3 月 13 日，公司携手国内家居建材卖场龙头居然之家、全屋定制龙头索菲亚，共同打造了国内首个“零压战略联盟”。自此，梦百合将拥有居然之家旗下商场的优先进驻权，并将入驻更多索菲亚线下门店，有效夯实渠道竞争力，实现强强联合，互惠互利。

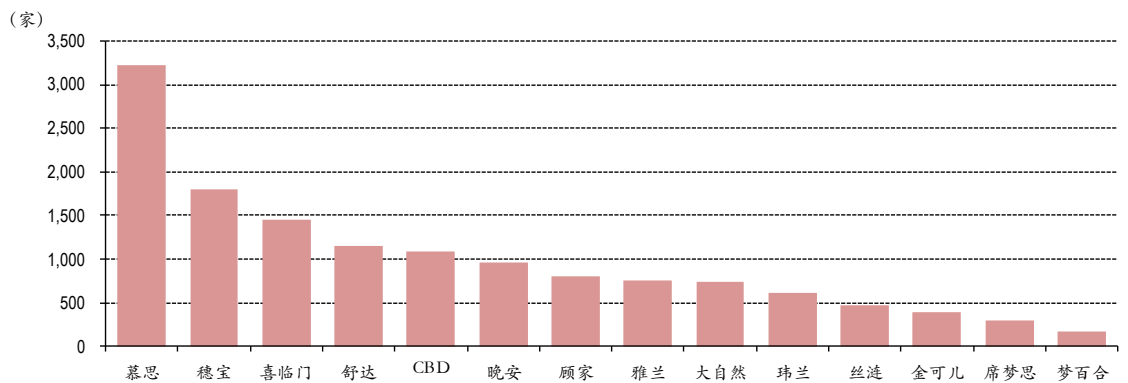
图表56. 公司在全国开设体验馆



资料来源：公司官网，中银证券

由于公司在国内的自主品牌业务起步相对较晚，且发家于 OEM、ODM 业务使其相对缺乏 OBM 基因，渠道扩张进展略显落后。据泛家居网数据显示，2017 年慕思、穗宝、喜临门分别拥有国内专卖店 3226 家、1800 家、1450 家，远多于公司的 170 家左右，公司店面数量仍有很大增长空间。目前公司已提出“三年千店计划”，2019 年起将加快开店速度，深耕内销市场，扩大国内市场份额。

图表57. 公司专卖店数量仍有很大增长空间



资料来源：泛家居网，中银证券

目前公司已与索菲亚签订 3000 多家门店合作协议，与居然之家签署战略合作协议入驻其 167 家商场，计划新增超 20 万间酒店零压房。今年红星美凯龙参股公司，预计双方将开展更深入的战略合作。公司渠道弹性将加速释放。

品牌投入加大，营销成效已现

要塑造品牌并进行传播，恰当的营销推广尤为重要，为此，公司另辟蹊径地走出了一条体育营销之路。2013 年，公司与中国棋院合作，成为“中国国家围棋队舒压产品”供应商，并独家赞助举办了两年一次的“Mlily 梦百合杯”世界围棋公开赛；2014 年，公司与中国棋院合作主办了“Mlily 梦百合世纪之战——古李十番棋”；2016 年，公司成为曼联官方全球（床垫及枕类产品）合作伙伴，建立了长达五年的合作关系；2018 年，公司宣布将延长与曼联的合作，并升级品牌战略，新增以“0 压床垫开创者”为核心，推出全新的品牌 V1 和门店 S1，提升品牌形象，积累品牌资产。



图表58. 公司主要品牌营销活动一览

时间	事件	图示
2013.07	成为“中国国家围棋队舒压产品”供应商，并独家赞助举办了两年一次的“Miily 梦百合杯”世界围棋公开赛。	
2014.09	与中国棋院合作主办了“Miily 梦百合世纪之战——古李十番棋”。	
2015.07	赞助主办了第二届“MLILY 梦百合杯”世界围棋公开赛	
2015.11	Miily 梦百合联合国际顶尖时尚媒体 ELLE，发布“都市女性零压睡眠”。	
2016.10	成为曼联官方全球（床垫及枕类产品）合作伙伴，建立了长达五年的合作关系	
2017	赞助主办了第三届“MLILY 梦百合杯”世界围棋公开赛。	
2017.05	零压版品牌 TVC 在 CCTV-1《新闻联播》前、CCTV-4《今日关注》、CCTV-9《人文地理》《真相》《发现》《环宇视野》等多档央视重磅栏目进行高规格、高频次的集中投放，倡导国人拥抱压力，尽情享受零压睡眠。	

资料来源：公司官网，中银证券

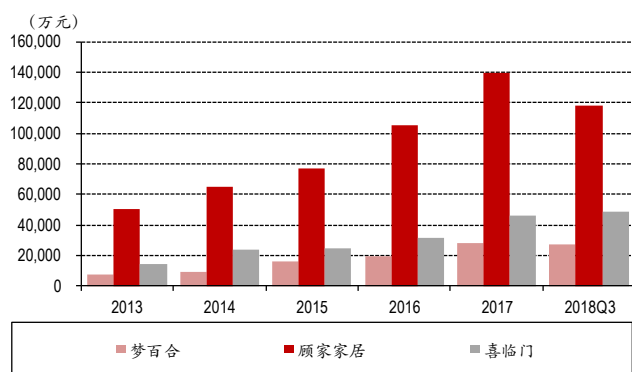
续图表59. 公司主要品牌营销活动一览

时间	事件	图示
2017.09	Miily 梦百合携手曼联于上海国家会展中心举行了第 40 届国际家具博览会暨“十万床垫体验计划，Miily 梦百合带您朝圣梦剧场”启幕仪式。	
2018.01	Miily 梦百合在美国拉斯维加斯国际家具展上圆满召开“智享深睡”智能睡眠系统发布会。	
2018.05	Miily 梦百合独家冠名的纪录片《追眠记》在东方卫视首播，人民网也转发了部分片段。	
2018.05	曼联传奇维迪奇、朴智星、西尔维斯特等曾出席 Miily 梦百合中国区品牌活动，在上海、北京、深圳三大一线城市联动各地曼联粉丝聚焦品牌新品发布、开业盛典等。	
2018	Miily 梦百合带着最新升级的品牌形象，参加了东莞、广州、深圳、成都、上海等多场全国性行业展会，还邀请曼联传奇球星路易斯·萨哈于 Miily 梦百合智能舱中亲身试躺。	
2018	成功举办 9 场全国性明星门店开业活动，通过这种品效合一的方式，迅速打开当地市场。	

资料来源：公司官网，中银证券

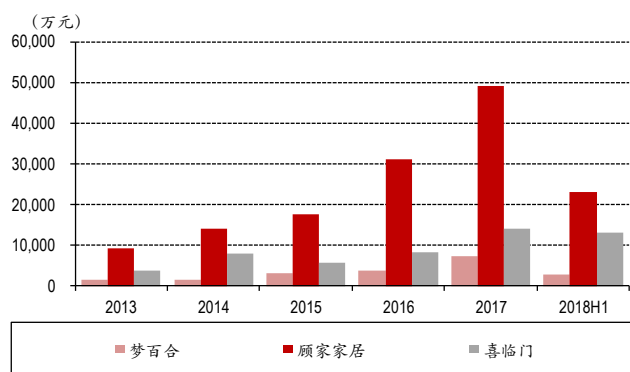
由于公司对品牌营销投入加大，公司的销售费用及其中的广告宣传推广费用明显增长。2013-2017 年，公司销售费用由 7539 万元增加至 2.8 亿元，CAGR 为 39.1%，高于顾家家居的 29.3%及喜临门的 34.3%，广告宣传推广费用由 1509 万元增长至 7291 万元，CAGR 为 48.3%，高于喜临门的 38.5%，略低于顾家家居的 51.8%。

图表60. 公司销售费用投入持续增长



资料来源：公司公告，中银证券

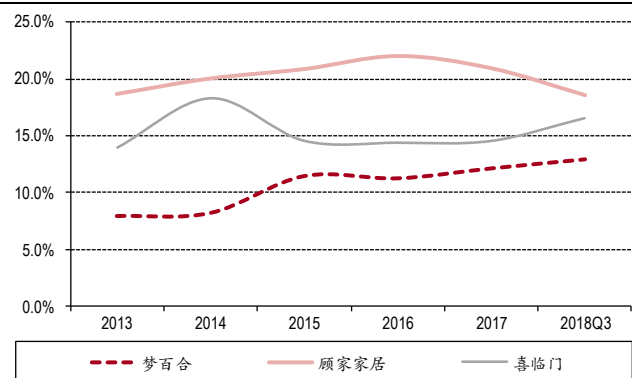
图表61. 公司广告宣传推广费用投入持续增长



资料来源：公司公告，中银证券

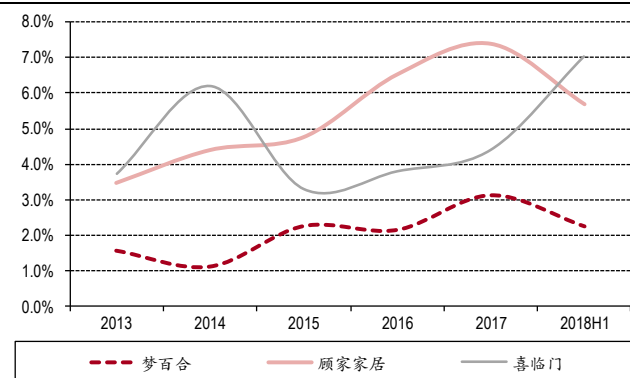
因 ODM 业务仍是公司主要营收来源，公司销售费用率及广告宣传推广费用率处于行业较低水平，2018H1 分别为 12.7%、2.3%。但随着公司对品牌营销推广投入力度加大，近几年费用率呈上升趋势。

图表62. 公司销售费用率处于行业较低水平



资料来源：公司公告，中银证券

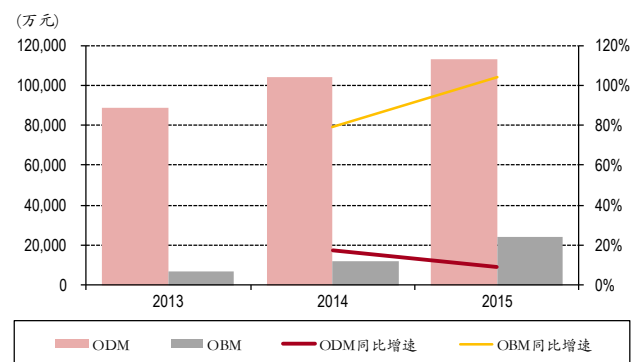
图表63. 公司广告宣传推广费用率处于行业较低水平



资料来源：公司公告，中银证券

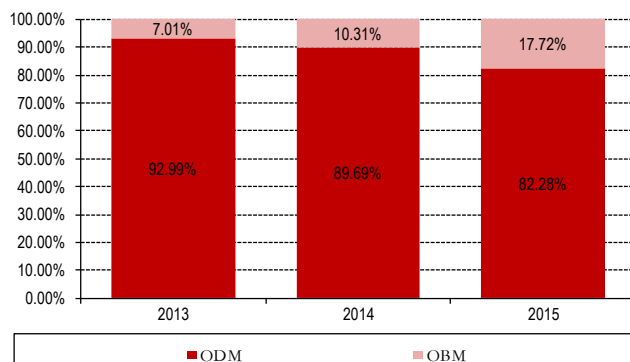
结果显示，公司对自主品牌业务与国内市场的开拓颇有成效。2015 年，公司实现 OBM 营收 2.4 亿元，同比增长 104.2%，占总营收的 17.7%，较 2013 年提升 10.7 个百分点；截至 2018H1，公司大陆地区实现营收 2.3 亿元，占总营收的 18.1%，较 2013 年提升 9.8 个百分点。由于 OBM 业务毛利率高于 ODM 业务，内销床垫出厂价高于外销，随着公司对国内市场的持续开拓，未来营收规模及盈利水平有望持续提升。

图表64. 公司 OBM 业务营收增速高于 ODM



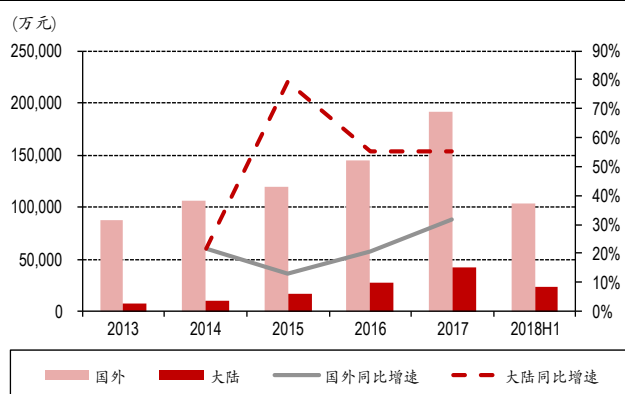
资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表65. 公司 OBM 营收占比持续提升



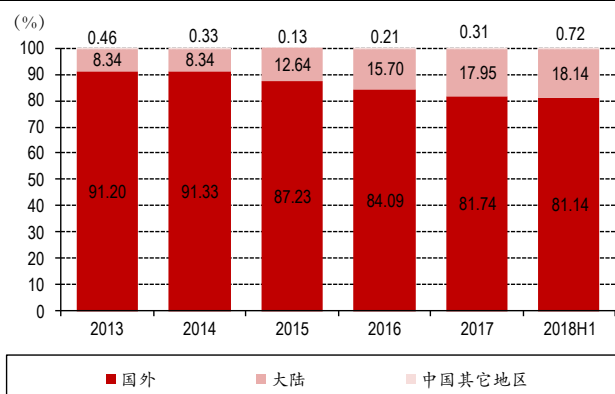
资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表66. 内销营收增速明显高于外销



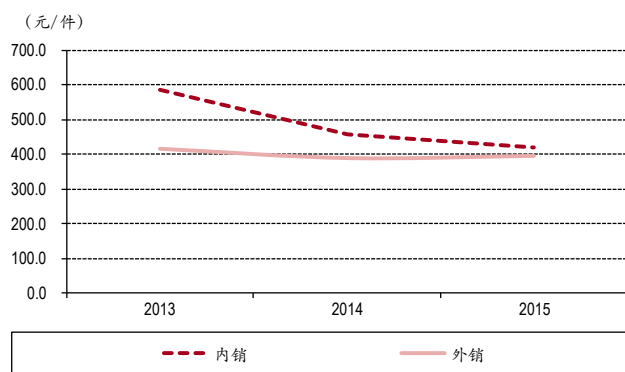
资料来源：公司公告，中银证券

图表67. 内销营收占比持续提升



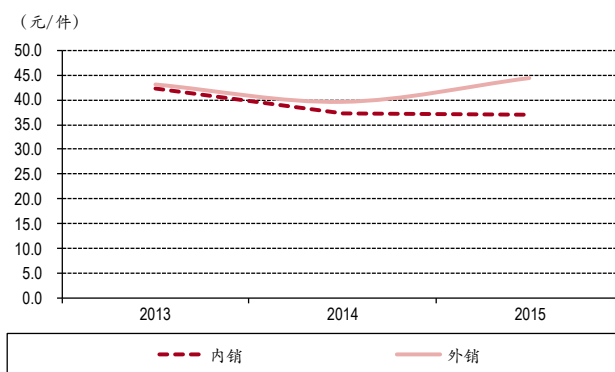
资料来源：公司公告，中银证券

图表68. 公司记忆绵床垫内销均价高于外销



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表69. 公司记忆枕床垫内销均价低于外销



资料来源：公司招股说明书，中银证券

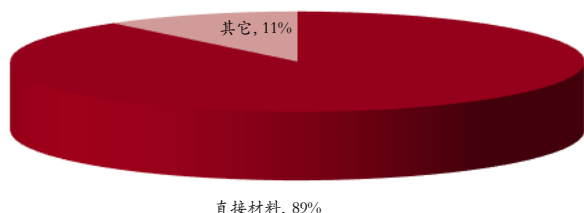
原材料价格趋势性下降，2019 年将体现盈利弹性

公司作为出口型制造类企业，下游客户价格调整存在一定滞后性，盈利水平常被两大变量影响：原材料价格、人民币汇率。

原材料价格已降至历史低位

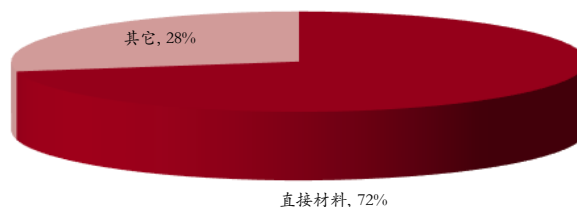
公司主营记忆绵家居制品，生产记忆绵的主要原材料是聚醚、TDI、MDI 等化工原料。2017 年公司直接材料成本占记忆绵床垫、记忆绵枕总成本的 89%、72%；聚醚、TDI、MDI 三大主要原材料成本约占记忆绵床垫、记忆绵枕总成本的 45%、25%，原材料价格波动对公司毛利率影响较大。

图表70. 2017 年直接材料占公司记忆绵床垫成本的 89%



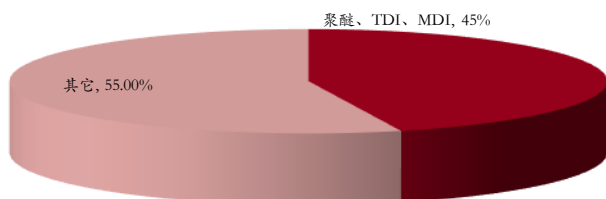
资料来源：Wind，中银证券

图表71. 2017 年直接材料占公司记忆绵枕成本的 72%



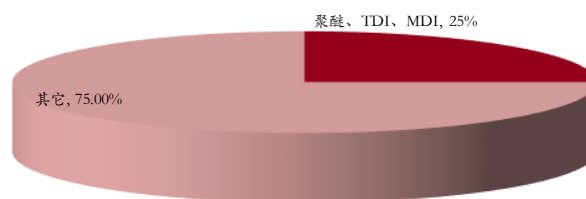
资料来源：Wind，中银证券

图表72. 聚醚、TDI、MDI 占公司记忆绵床垫成本约 45%



资料来源：Wind，中银证券

图表73. 聚醚、TDI、MDI 占公司记忆绵枕成本约 25%



资料来源：Wind，中银证券

为了解原材料价格对产品毛利率的具体影响，我们选取聚醚、TDI、MDI 三大主要原材料进行了测算。假设聚醚、TDI、MDI 价格涨幅分别为 30%、20%、10%、-10%、-20%、-30%，在产品售价不变的情况下，毛利率变动幅度如下：

图表74. 原材料价格变动对记忆绵床垫毛利率的影响

原材料价格涨幅	30%	20%	10%	-10%	-20%	-30%
聚醚、TDI、MDI	-9.4%	-6.3%	-3.1%	3.1%	6.3%	9.4%

资料来源：中银证券

图表75. 原材料价格变动对记忆绵枕毛利率的影响

原材料价格涨幅	30%	20%	10%	-10%	-20%	-30%
聚醚、TDI、MDI	-5.5%	-3.6%	-1.8%	1.8%	3.6%	5.5%

资料来源：中银证券

2017年公司毛利率同比下降4.06%，主因之一即在国外原材料变化不大的情况下，国内原材料成本的大幅上涨，向客户成本转嫁存在压力。由下图可见，2017年9月MDI现货价创历史新高，达4.3万元/吨，全年价位皆明显高于2016年同期水平；TDI现货价在高位震荡波动，全年除了10月，其余皆高于2016年同期，涨幅明显。

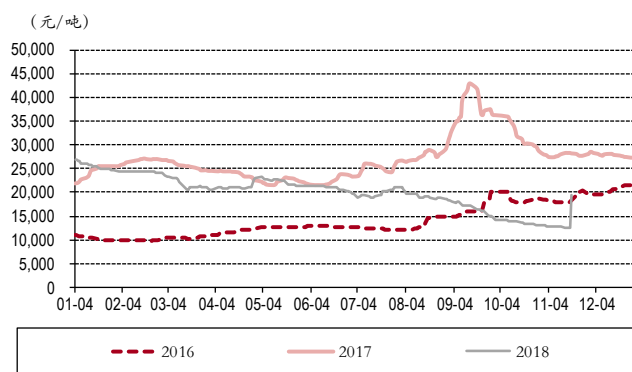
但今年MDI、TDI两大原材料价格进入下行阶段，尤其自下半年起，价格基本低于去年同期，Q4同比更是大幅下降，甚至低于2016年同期，直接利好企业盈利水平提升。

图表76. 国内MDI现货价已处于历史低位



资料来源：Wind，中银证券

图表77. 2018年下半年国内MDI现货价大幅低于去年同期



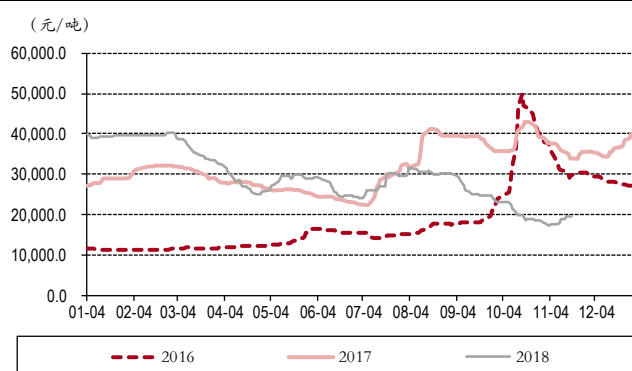
资料来源：Wind，中银证券

图表78. 国内TDI现货价已处于历史低位



资料来源：Wind，中银证券

图表79. 2018年9月起国内TDI现货价大幅低于去年同期



资料来源：Wind，中银证券

原材料价格波动主因供给量变动影响。2016年4月，三井化学关闭日本鹿岛工厂，Vencorex关闭法国工厂，20多万吨TDI产能永久退出；2017年，美国飓风肆虐，科思创及陶氏共计63万吨/年MDI装置，及科思创20万吨/年TDI装置宣布不可抗力，另外，数家MDI、TDI生产商或因设备故障，或因定期检修等原因，集中进行停车检修，市场供给量减少，价格随之飙升。

图表80. 影响 MDI 供应量的重要事件一览

时间	企业	事件
国内		
2017.02	重庆巴斯夫	因原料合成气供应商设备出现问题, 40 万吨/年装置停车至少一个月
2017.04	瑞安东曹	20 万吨/年装置停车检修三周
2017.05	宁波万华	80 万吨/年装置停车检修 16 天
2017.05	上海联恒	24 万吨/年装置停车检修 3 周左右
2017.05	上海科思创	50 万吨/年装置停车检修 3 周左右
2017.08	烟台万华	60 万吨/年 MDI 一体化装置停车检修 12 天
2017.12	宁波万华	40 万吨/年一期装置停车检修 50 天; 80 万吨/年二期装置停车检修 45 天
2018.06	烟台万华	60 万吨/年 MDI 一体化装置年度检修, 停产 45 天
2018.07	上海科思创	50 万吨/年装置供货不正常, 临时停车
2018.11	宁波万华	40 万吨/年一期装置例行停车检修 22 天
2018.12	宁波万华	80 万吨/年二期装置例行停车检修 31 天
国外		
2017.03	韩国巴斯夫	25 万吨/年装置关停检修 15 天
2017.04	德国科思创	16 万吨/年装置发生故障, 公司对欧洲、中东、非洲等地区不可抗力
2017.05	东曹日本	对 13 万吨/年及 7 万吨/年的 MDI 装置进行检修, 停车约 40 天
2017.08	万华博苏	因技术问题和上游原材料供应问题宣布 MDI 供应不可抗力
2017.08	美国科思创	美国飓风肆虐, 30 万吨/年装置出现不可抗力
2017.08	美国陶氏	美国飓风肆虐, 33 万吨/年 MDI 装置出现不可抗力
2017.08	锦湖三井	由于在韩国丽水的原料供应商出现装置故障, 丽水工厂以最低负荷运行, 预计持续至 2018 年 3 月
2017.09	德国科思创	16 万吨/年装置停车检修 5 周
2017.09	日本东曹	20 万吨/年装置检修 40 天
2018.07	美国陶氏	由于设备故障超出合理控制范围, 34 万吨/年装置宣布不可抗力
2018.07	万华博苏	30 万吨/年装置进行为期两个半月的检修

资料来源: 慧聪化工网, 中银证券

图表81. 影响 TDI 供应量的重要事件一览

时间	企业	事件
国内		
2017.05	上海科思创	25 万吨/年装置因故障停车检修一个月
2017.05	上海巴斯夫	16 万吨/年装置停车检修 1 个月
2017.06	烟台巨力	8 万吨/年装置停车检修 1 个月
2017.06	福建石化	10 万吨/年装置月初停车检修, 月底结束
2017.08	甘肃银光	5 万吨/年装置检修 30 天
2017.10	沧州大化	12 万吨/年装置停产 30 天
2018.05	上海巴斯夫	16 万吨/年装置停车检修一个月
2018.09	甘肃银光	10 万吨/年装置停车检修两周
2018.09	烟台巨力	8 万吨/年装置停车检修 1 个月
2018.11	上海科思创	装置全线停车检修, 持续 45 天左右
国外		
2016.04	三井化学	受地震影响, 永久关闭日本鹿岛工厂 11.7 万吨/年装置
2016.04	Vencorex	关闭法国工厂, 退出约 12.7 万吨产能
2016.06	科思创	德国布伦斯比特 16.5 万吨/年 TDI 装置将改建为 MDI 装置
2017.07	万华博苏	位于匈牙利的 24 万吨/年装置停车检修 1 个月
2017.08	美国科思创	受飓风“哈维”影响, 20 万吨/年装置宣布不可抗力
2017.10	韩国韩华	15 万吨/年装置停车检修 15 天左右
2017.10	巴斯夫	韩国巴斯夫 16 万吨/年装置停车检修两周; 德国巴斯夫 30 万吨/年装置停车检修 1 个月左右
2018.01	巴斯夫	德国巴斯夫 30 万吨/年装置停车检修, 替换裂解装置, 第二季度末结束; 美国巴斯夫在盖斯马市的生产装置受到冰冻损坏, 宣布不可抗力
2018.10	德国科思创	30 万吨/年装置停车检修 1 个月

资料来源: 慧聪化工网, 中银证券

2018 年下半年, MDI、TDI 价格呈下降走势, 主因大量新增产能已经或即将释放, 影响市场情绪及采购节奏, 叠加下游需求增速放缓, 中美贸易战使出口关税增加出口量减少。预计随着新增产能陆续释放, 价格有望持续下降, 进一步降低公司成本。

图表82. 2018-2020 年 MDI 新增产能计划

企业	产能	备注
国内		
万华化学	80 万吨	未来三年, 宁波万华将从现在的 120 万吨/年产能扩充至 150 万吨/年; 万华烟台工业园将从现在的 60 万吨/年产能扩充至 110 万吨/年
恒联	24 万吨	2018 年初已投产
科思创	10 万吨	计划将上海漕泾 50 万吨/年的产能扩充至 60 万吨/年, 2017 年底已环评公示
新疆巨力	40 万吨	计划新建 40 万吨/年产能
福建康乃尔	40 万吨	已通过环评, 预估 2020 年投产
国外		
巴斯夫	30 万吨	2018 年初将美国盖斯马 30 万吨/年产能扩充至 60 万吨/年
万华化学	40 万吨	在美国路易斯安那州投产 40 万吨新建产能, 计划 2019 年启动建设, 预计 2021 年投产
科思创	27 万吨	计划 2018 年将德国 18 万吨/年产能扩充至 40 万吨/年; 2020 年将西班牙 17 万吨/年产能扩充至 22 万吨/年

资料来源: 慧聪化工网, 中银证券

图表83. 2018-2020 年 TDI 新增产能计划

企业	产能	备注
国内		
万华化学	30 万吨	预计 2018 年底投产
东南电化	15 万吨	计划 2019 年开始建设, 正等待监管部门批准
新疆巨力	15 万吨	计划 2018 年底基本建成, 2019 年投料试车
国外		
美国陶氏	20 万吨	2017 年 8 月正式投产, 2018 年产品上市

资料来源: 慧聪化工网, 中银证券

人民币贬值提振盈利水平

2018H1 公司海外业务营收占总营收的 81.1%, 公司与海外客户签订合同时, 主要以美元作为结算币种, 自确认销售收入形成应收账款至收汇期间, 人民币汇率波动形成汇兑损益, 影响盈利水平。

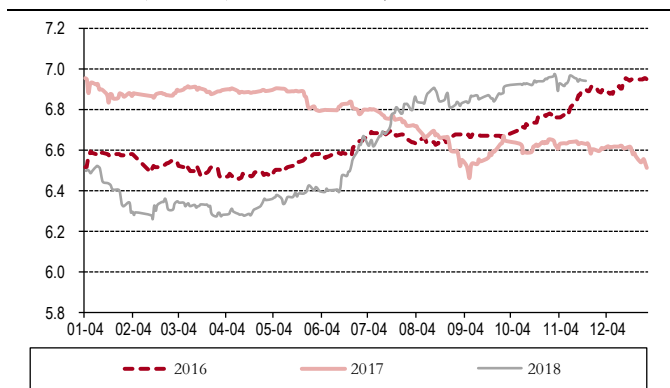
2017 年人民币升值导致公司汇兑损益同比增加 3984 万元至 2471 万元, 占总营收的 1.06%, 拉低公司盈利水平。今年由于人民币贬值, 2018H1 公司汇兑损益下降至-338 万元, 近期美元兑人民币汇率在 6.9-7.0 之间徘徊, 远高于去年同期, 预计全年公司盈利水平将有所提升。

图表84. 美元兑人民币汇率波动情况



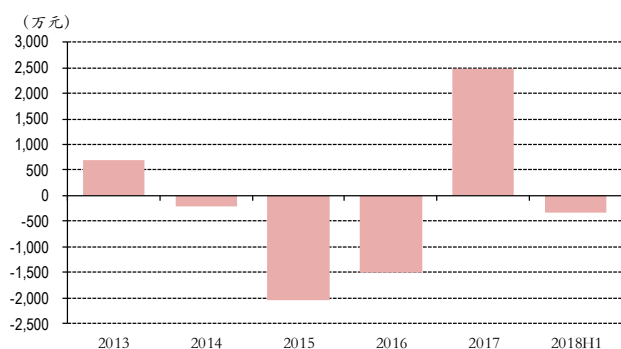
资料来源: Wind, 中银证券

图表85. 今年下半年美元兑人民币汇率处于高位



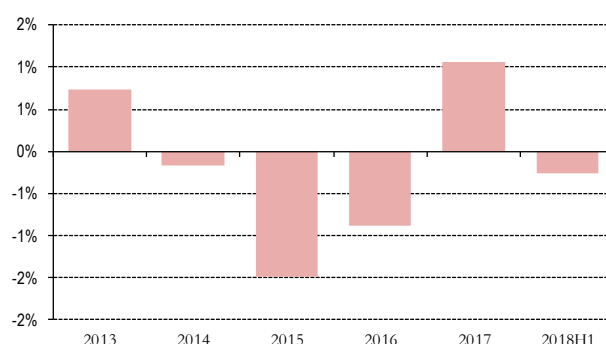
资料来源: Wind, 中银证券

图表86. 2013-2018H1 公司汇兑损益情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表87. 2013-2018H1 公司汇兑损益占总营收比重情况



资料来源: Wind, 中银证券

全球化布局有效规避贸易战影响, 获取新营收增长点

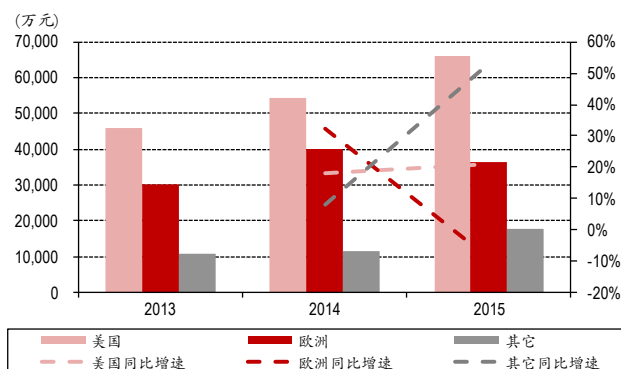
由于公司客户遍布全球 73 个国家和地区, 出口业务占比超 80%, 早在 2013 年公司即决定进行全球化生产布局, 以期降低运输成本, 缩短供货周期, 增加供给弹性, 提高客户满意度。

2013 年, 公司收购恒康塞尔维亚 90% 的股权, 并将其定位为欧洲及附近地区的研发、生产和销售全业务平台; 2015 年, 公司第一家海外工厂——塞尔维亚工厂正式落成, 占地 2.8 万平方米, 预计产值可达 5000 万欧元, 用以供应欧洲各国及俄罗斯订单需求。现在工厂第一期已实现达产, 第二期正在基建, 预计明年 4 月可达产。

迄今为止, 公司已在西班牙、塞尔维亚、美国设立海外工厂, 目前美国生产基地正在积极推进中, 投产后预计可实现全球化生产布局。

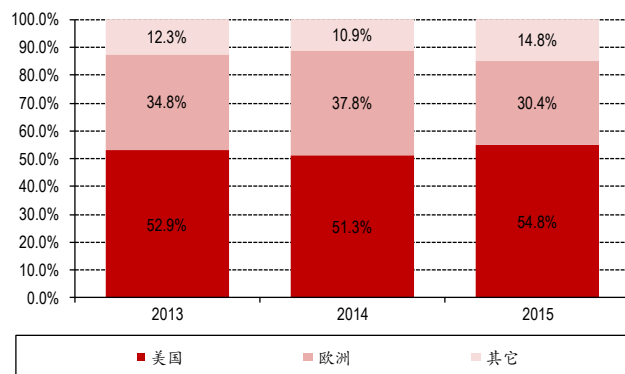
美国是床垫消费大国, 2015 年美国市场贡献公司营收 6.6 亿元, 同比增长 21.0%, 占公司总营收的 47.8%, 占公司海外营收的 54.8%, 体量不容忽视。在中美贸易战的当下, 公司的塞尔维亚工厂产能几乎皆用于供应美国市场需求。2018 年 11 月 30 日, 公司公告称将非公开发行股票合计不超过 4800 万股, 募集资金总额不超过 8 亿元, 主要用于美国生产基地建设 (3.5 亿元) 与塞尔维亚 (三期) 生产基地建设 (2.5 亿元)。随着新生产基地逐渐落成, 新增海外产能陆续释放, 将有效降低贸易战带来的不利影响。

图表88. 美国是公司国外营收主要来源国



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表89. 美国贡献营收占公司国外营收过半



资料来源: 公司公告, 中银证券

除此之外, 公司于 2017 年正式收购了西班牙本土床垫品牌 Maxcolchón。Maxcolchón 成立于 2005 年, 以互联网营销起家, 凭借稳定、高品质产品迅速成长, 后走向线下开设专卖店, 迄今已拥有实体专卖店 52 家, 计划再新开十几家, 以扩大市场覆盖范围。

图表90. Maxcolchón 线上官方平台



资料来源：Maxcolchón 官网，中银证券

图表91. Maxcolchón 线下专卖店



资料来源：Maxcolchón 官网，中银证券

发展至今，Maxcolchón 已成为西班牙线上线下一体化综合床垫零售商，因产品品质价优，被称为“床品界的 Zara”。在欧洲最大的独立评论和评级网站 eKomi 上，Maxcolchón 拥有 1.4 万多条评论，好评率超 98%，综合评分为 9.2，评级为银级（8.8—9.5 分之间），顾客满意度之高可见一斑。

图表92. Maxcolchón 获一致好评



资料来源：eKomi，中银证券

通过收购 Maxcolchón，公司可借助其强大的营销网络和世界级的物流分拨能力，为欧洲用户提供全方位的配套服务。截至目前，Miily 梦百合已进驻 39 家 Maxcolchón 线下专卖店，并全线入驻 Maxcolchón 线上商城，协同效应渐显。

图表93. 公司产品已入驻 Maxcolchón 线上商城

					
Miily Stark	Topper Miily	Almohada Miily Viscoelástica Perforada	Almohada Miily Fresh-Gel	Colchón alta gama Miily Stark	Colchón viscoelástico gama alta Miily EGO
1.042,11 €	81,77 €	40,54 €	69,14 €	1.042,11 €	486,61 €
					
Almohada Miily Ergonomic	Almohada Cervical Miily	Collarín Miily viscoelástico	Almohada de viaje Miily	Pack Travel	
69,44 €	40,27 €	29,00 €	18,25 €	85,12 €	

资料来源：Maxcolchón 官网，中银证券

公司公告显示，2018 年 1-9 月，Maxcolchón 实现营收 1.5 亿元，净利润 1134.96 万元，分别较收购前全年增长 23.84% 和 41.19%，增速亮眼。未来公司将复制该模式，逐步打开美国、德国、英国、法国等欧美发达国家自主品牌零售市场，持续驱动公司 OBM 业务增长。

综上所述，今年原材料价格下降及人民币贬值双重利好因素可有效提振公司盈利水平，与此同时，公司正加速构建全球化战略产业布局，以期降本增效，规避贸易战风险，优化客户服务能力，强化新客户开拓能力，完善营销网络建设，最终利好市占率提升。

盈利预测与估值

从美国记忆绵床垫市场发展历程可知，健康舒适的产品体验与床垫市场电商渠道的崛起是驱动记忆绵床垫渗透率提升的主因，较高的价格是阻碍其普及的主因，产品与技术则是记忆绵床垫企业的主要角逐场。

以美国为鉴，反观中国，因主营记忆绵床垫的品牌企业相对较少，消费者教育缺失，市场认知度与认可度有待提升，高于主流弹簧床垫的售价使目标客户群进一步缩小，市场仍处于成长初期。公司作为记忆绵家居制品龙头企业，稳步强化产品力、渠道力、品牌力，在夯实 ODM 业务竞争力的同时，加强 OBM 业务拓展基础，利好营收稳步增长。

2015 年公司 OBM 业务实现营收 2.4 亿元，同比增长 104.2%，占总营收的 17.7%，较 2013 年提升 10.7 个百分点；2018H1，公司大陆地区实现营收 2.3 亿元，占总营收的 18.1%，较 2013 年提升 9.8 个百分点，公司由 ODM 转 OBM 的业务战略成效显著。

展望未来，境外业务方面，随着明年公司海外新增产能释放，中美贸易战影响将被削弱，公司对海外老客户的服务能力与新客户开拓能力将得以提升，境外营收预计能实现 25%-30% 的增长；境内业务方面，公司渠道扩张速度将随着“三年千店计划”的实施而加快，酒店与电商渠道稳步增长，助境内业务实现 30% 以上营收增长。叠加原材料价格下降与人民币贬值对盈利水平的提振，公司业绩增长可期。

图表 94. 2016-2020E 年公司收入拆分及预测（百万元）

盈利预测及主要项目假设	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入					
国外	1,448.8	1,911.8	2,503.5	3,205.4	4,153.6
同比增长(%)	20.6	32.0	31.0	28.0	29.6
中国大陆	270.6	419.9	518.1	680.2	892.6
同比增长(%)	55.4	55.2	23.4	31.3	31.2
其它地区	3.6	7.2	10.1	13.6	17.7
同比增长(%)	102.6	99.3	40	35	30
合计	1,723.0	2,338.8	3,031.7	3,899.1	5,063.9
同比增长(%)	25.11	35.74	29.63	28.61	29.87
毛利率(%)					
国外	31.68	26.47	28.15	30.60	31.50
中国大陆	44.08	42.94	38.65	38.33	37.70
其它地区	18.31	64.22	55.00	53.00	51.00
综合毛利率	33.60	29.54	30.03	32.03	32.66
费用率(%)					
销售费用率	11.2	12.1	12.8	12.8	12.7
管理费用率	8.5	8.5	8.3	8.2	8.2

资料来源：公司资料，中银证券

风险提示

1. 原材料价格上涨使成本上升；
2. 人民币大幅升值导致汇兑损失增加；
3. 海外生产基地投产晚于预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,723	2,339	3,032	3,899	5,064
销售成本	(1,144)	(1,648)	(2,121)	(2,650)	(3,410)
经营费用	(334)	(429)	(621)	(798)	(1,045)
息税折旧前利润	245	261	289	450	609
折旧及摊销	(27)	(42)	(58)	(60)	(62)
经营利润(息税前利润)	218	219	232	391	547
净利息收入/(费用)	(1)	7	3	(8)	(17)
其他收益/(损失)	(2)	(80)	(72)	(75)	(77)
税前利润	239	183	212	359	506
所得税	(41)	(30)	(35)	(60)	(84)
少数股东权益	2	2	1	3	5
净利润	200	156	178	303	428
核心净利润	187	156	174	299	424
每股收益(人民币)	0.835	0.649	0.741	1.262	1.783
核心每股收益(人民币)	0.779	0.652	0.724	1.245	1.767
每股股息(人民币)	0.375	0.500	0.378	0.629	0.826
收入增长(%)	25	36	30	29	30
息税前利润增长(%)	20	1	6	69	40
息税折旧前利润增长(%)	21	7	11	56	35
每股收益增长(%)	22	(22)	14	70	41
核心每股收益增长(%)	16	(16)	11	72	42

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	239	183	212	359	506
折旧与摊销	27	42	58	60	61
净利息费用	3	(2)	6	16	26
运营资本变动	(7)	142	219	234	115
税金	41	30	35	60	84
其他经营现金流	(153)	(336)	(505)	(589)	(401)
经营活动产生的现金流	150	59	24	140	391
购买固定资产净值	(167)	(83)	(83)	(83)	(83)
投资减少/增加	1	(27)	(13)	0	6
其他投资现金流	(250)	78	(57)	(21)	(30)
投资活动产生的现金流	(416)	(32)	(153)	(103)	(107)
净增权益	60	0	0	0	(1)
净增债务	2	(54)	0	0	0
支付股息	(90)	(120)	(91)	(151)	(198)
其他融资现金流	806	167	165	259	117
融资活动产生的现金流	778	(7)	74	108	(81)
现金变动	512	20	(55)	145	203
期初现金	96	602	617	562	707
公司自由现金流	(264)	32	(120)	46	293
权益自由现金流	(268)	(26)	(135)	21	258

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	602	617	562	707	911
应收帐款	215	387	402	530	718
库存	225	326	421	523	674
其他流动资产	370	91	293	455	423
流动资产总计	1,412	1,421	1,678	2,215	2,725
固定资产	462	502	541	576	608
无形资产	75	123	111	100	90
其他长期资产	35	256	283	290	297
长期资产总计	576	888	941	972	1,002
总资产	1,988	2,309	2,619	3,187	3,727
应付帐款	140	268	283	370	495
短期债务	40	338	556	791	905
其他流动负债	68	135	96	133	162
流动负债总计	248	741	935	1,294	1,562
长期借款	57	3	3	3	3
其他长期负债	18	20	20	20	20
股本	240	240	240	240	240
储备	1,424	1,291	1,409	1,621	1,897
股东权益	1,664	1,531	1,649	1,861	2,137
少数股东权益	1	14	12	9	5
总负债及权益	1,988	2,309	2,619	3,187	3,727
每股帐面价值(人民币)	6.93	6.38	6.87	7.75	8.90
每股有形资产(人民币)	6.62	5.87	6.41	7.34	8.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.11)	(1.15)	(0.01)	0.36	(0.01)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.2	11.2	9.5	11.6	12.0
息税前利润率(%)	12.6	9.4	7.6	10.0	10.8
税前利润率(%)	13.9	7.8	7.0	9.2	10.0
净利率(%)	11.6	6.7	5.9	7.8	8.5
流动性					
流动比率(倍)	5.7	1.9	1.8	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	40.9	65.8	15.1	15.5	15.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	4.6	净现金
速动比率(倍)	4.8	1.5	1.3	1.3	1.3
估值					
市盈率(倍)	22.9	29.4	25.8	15.2	10.7
核心业务市盈率(倍)	24.5	29.3	26.4	15.4	10.8
市净率(倍)	2.8	3.0	2.8	2.5	2.1
价格/现金流(倍)	30.7	78.0	192.8	32.7	11.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.7	16.5	15.9	10.4	7.5
周转率					
存货周转天数	n.a.	60.9	64.2	65.0	64.1
应收帐款周转天数	45.6	47.0	47.5	43.7	45.0
应付帐款周转天数	29.7	31.9	33.2	30.5	31.2
回报率					
股息支付率(%)	44.9	77.0	51.1	49.8	46.3
净资产收益率(%)	12.0	9.8	11.2	17.3	21.4
资产收益率(%)	9.1	8.5	7.8	11.2	13.2
已运用资本收益率(%)	12.5	12.3	11.7	16.4	19.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371