

公司深度
梦洁股份 (002397)
纺织服装 | 服装家纺
经营改善、业绩回暖，期待未来持续性增长

2018年09月07日

评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 5.10-5.95 元
交易数据

当前价格 (元)	4.74
52 周价格区间 (元)	4.43-7.83
总市值 (百万)	3696.08
流通市值 (百万)	2026.89
总股本 (万股)	77976.48
流通股 (万股)	42761.38

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
梦洁股份	3.68	-13.97	-32.42
服装家纺	-7.69	-27.61	-36.06

陈博
分析师

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

0731-84403422

刘蓁
研究助理

liuyun2@cfzq.com

0731-84403397

相关报告

- 《梦洁股份：梦洁股份 (002397.SZ) 2018 年半年度报告：主业回暖，战略持续推进》
2018-08-28
- 《梦洁股份：梦洁股份 (002397.sz) 调研点评：成本端压力渐弱，家居服务未来可期》
2018-07-24
- 《梦洁股份：公司研究*梦洁股份 (002397)：收入增长乏力，关注“互联网+CPSD”战略进展》
2016-08-30

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	1446.59	1933.92	2235.85	2546.63	2926.08
净利润 (百万元)	97.27	51.26	132.56	171.55	226.13
每股收益 (元)	0.12	0.07	0.17	0.22	0.29
每股净资产 (元)	1.84	2.55	3.43	3.98	4.59
P/E	38.00	72.10	27.88	21.55	16.34
P/B	2.57	1.86	1.38	1.19	1.03

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- 公司是历史悠久，定位中高端，率先布局家居服务领域的家纺龙头之一。梦洁创立于 1956 年，2010 年上市。公司目前已形成以卧室套件、被芯、枕芯为基础，涵盖其他家居类产品的产品组合，拥有梦洁、寐、梦洁宝贝、Dreamcoco、Poeffen 等品牌。梦洁是国内家纺企业中率先布局家居服务的公司，公司发展远景是成为受人尊敬的为高品质家居生活服务的品牌商。
- 家纺行业持续复苏，具有产品竞争力、运营优势突出的家纺龙头有望直接受益。目前整个行业的业绩增速有所放缓，品牌竞争格局相对稳定，强者恒强效应明显。供给端逐步改善，需求端消费不减，随着行业集中度的不断提升以及家用纺织品市场的成长，具有产品竞争力兼具运营优势的家纺龙头有望直接受益。
- 经营改善，业绩回暖。2018 年以来，公司主业回暖明显，主要产品以及主要品牌收入端均实现双位数增长。成本端压力渐弱，各项财务指标表现整体向好。目前公司加大精细化管理力度，内部经营效率提升较为明显。
- 投资观点及盈利预测。公司是历史最为悠久的家纺上市公司，中高端家纺市场先发优势明显，行业竞争力较强。“互联网+CPSD”战略推进较为顺利。我们认为公司未来中长期的业绩增量还在于：供需升级带来的中高端家纺市场拓展；渠道精耕带来的主业规模增长；智能工厂投产带来的常规类产品数量增加、规模增长；布局不断深入的家居服务市场拓展；功能性寝具市场的挖掘。维持“谨慎推荐”评级。预计公司 2018-2020 营业收入分别为 22.36/25.47/29.26 亿元，归母净利润分别是 1.33/1.72/2.26 亿元，EPS 分别是 0.17/0.22/0.29 元，对应的 PE 分别是 28.18/21.77/16.52 倍。给予公司 2018 年 30-35 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 5.10-5.95 元。
- 风险提示：项目、渠道拓展不及预期；消费疲软；原辅材料价格大幅波动

内容目录

1 不拘一格，率先布局家居服务领域	5
1.1 历史悠久，布局新发展.....	5
1.2 匠心独运，品牌有专攻.....	5
1.3 覆盂之固，控制权稳定.....	7
2 柳暗花明，家纺行业复苏	7
2.1 千帆竞发，集中度有待提升.....	7
2.1.1 互争雄长，品牌格局基本形成.....	7
2.1.2 望其项背，行业集中度提升具有基础.....	8
2.1.3 电商兴起，线下零售仍占主导地位.....	9
2.2 需求驱动，赋予发展活力.....	9
2.2.1 中产崛起增加家纺消费品类及频次.....	10
2.2.2 地产后周期效应引领置换需求.....	10
2.2.3 婚庆&二胎推动细分领域消费.....	10
2.3 供给改善，马太效应凸显.....	11
2.3.1 家纺投资增速由减及增.....	11
2.3.2 环保趋严出清中小家纺.....	12
2.3.3 供给升级布局大家居.....	12
3 峰回路转，经营状况回暖	13
3.1 产品稳定分布，品牌有序推进.....	14
3.2 成本费用承压，盈利能力有所修复.....	15
3.3 营运、偿债能力仍有提升空间.....	17
3.4 主业布局加码，强化四大方针.....	18
4 运筹帷幄，打造综合式家居服务	19
4.1 爱在家庭，实施“互联网+CPSD”战略.....	19
4.1.1 全面便捷，梦洁大管家护理.....	19
4.1.2 环保专业，寐牌星生活洗护.....	20
4.2 相得益彰，协同布局智能家居.....	20
4.2.1 有的放矢，战略收购大方.....	21
4.2.2 戮力同心，推进睡眠家居.....	21
4.3 高瞻远瞩，定增推动业务升级.....	22
4.3.1 建设智能工厂，提高生产效率.....	22
4.3.2 转变商业模式，升级营销渠道.....	23
5 投资观点及盈利预测	24
5.1 维持“谨慎推荐”评级.....	24
5.2 维持原盈利预测.....	24
6 风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司旗下主要品牌.....	5
图 3：股权结构图（2018H1）.....	7
图 4：家纺类产品流通景气指数.....	7

图 5: 行业规模以上企业历年主营、利润增速	8
图 6: 重点大型零售企业床上用品零售额增速	8
图 7: 国内家纺市场格局	8
图 8: 中国家纺行业集中度图示	9
图 9: 床上用品 CR10 品牌市场占有率	9
图 10: 2017 年消费者购买床上用品的渠道分布	9
图 11: 纺织服装网络零售情况	9
图 12: 我国居民城镇化率	10
图 13: 各阶层家庭数量预测 (万户)	10
图 14: 消费者置换家纺产品原因	10
图 15: 家纺行业营收与房地产销售的相关性	10
图 16: 1980-2006 年我国人口出生人数 (万)	11
图 17: 我国 0-14 岁人口数量及人口出生率	11
图 18: 家纺行业固定资产投资额	11
图 19: 家纺子行业固定资产投资增速	11
图 20: 家纺用品生产景气指数	12
图 21: 床上用品质检抽查批次	12
图 22: 床上用品质检抽查合格率	12
图 23: 梦洁家纺羽绒被	13
图 24: 梦洁家纺蚕丝被	13
图 25: 公司近年来各产品营收占比	14
图 26: 公司近年来各产品毛利率	14
图 27: 不同品牌营业收入 (亿元)	15
图 28: 不同品牌毛利率	15
图 29: 2017 年主要家纺品牌各区域线下销售占比情况	15
图 30: 同业可比公司营业收入 (亿元)	16
图 31: 同业可比公司营收增速 (%)	16
图 32: 同业可比公司归母净利润 (亿元)	16
图 33: 同业可比公司归母净利润增速	16
图 34: 公司营业收入、营业成本和期间费用增速	17
图 35: 同业可比公司销售净利率	17
图 36: 同业可比公司存货周转天数	17
图 37: 同业可比公司应收账款周转天数	17
图 38: 同业可比公司产权比率	17
图 39: 同业可比公司流动比率	17
图 40: 互联网+CPSD 战略	19
图 41: 梦洁大管家服务种类	20
图 42: I*wash 服务流程	20
图 43: 七星管家洗涤服务	20
图 44: 七星智能洗护设备	20
图 45: 大方睡眠部分产品分类	21
图 46: 睡眠得分的分布情况	22
图 47: 睡魔仕 SOMNUS	22
图 48: 智能化工厂建设要点	23
图 49: 智能工厂生产设备	23
图 50: 梦洁股份自动化生产线	23

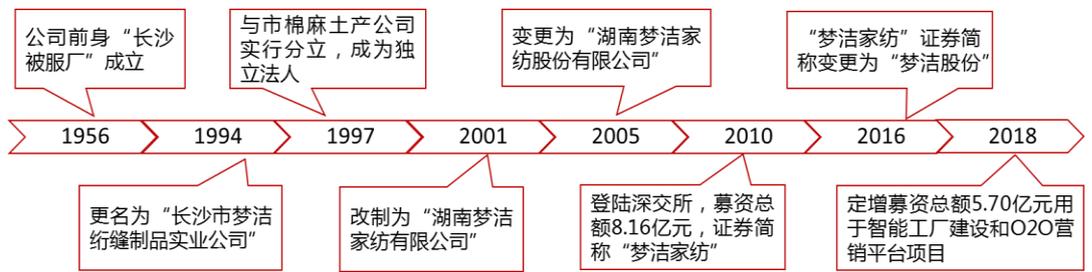
图 51: 智慧门店建设计划.....	24
图 52: O2O 云处理中心数据逻辑.....	24
表 1: 各家纺公司家居化布局.....	13
表 2: 定增募集资金投向.....	22
表 3: 业务拆分预测.....	25

1 不拘一格，率先布局家居服务领域

1.1 历史悠久，布局新发展

公司历史悠久，前身为长沙被服厂，始建于1956年；2010年公司登陆深交所，代码为002397。公司长久以来的经营一直秉承“爱在家庭”的文化理念，致力于爱家文化建设。公司立足家纺行业，2015年开始全面推行“互联网+CPSD”战略（C-客户，P-产品，S-服务，D-渠道）。目前公司旗下拥有梦洁、寐、梦洁宝贝、梦洁床垫、平实美学、觅、本舍、Dreamcoco、Poeffen等家纺品牌，并通过“大管家”和“星生活”布局推进家居服务。梦洁是国内家纺企业中率先布局家居服务的公司，公司战略愿景是成为“受人尊敬的高品质家居生活服务的品牌商”。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、财富证券

1.2 匠心独运，品牌有专攻

公司始终坚持“爱在家庭”的企业信念，追求高品质的设计工艺以及产品内容，以层次丰富的产品风格和独具个性的品牌定位，赢得消费者青睐。目前公司已形成了以寝宴套件、被芯、枕芯为基础，涵盖其他家居类产品的产品组合，拥有梦洁、寐、梦洁宝贝、梦洁床垫、平实美学、觅、Dreamcoco、Poeffen等在国内外家纺市场具有重要影响力的自主/代理品牌。

图 2：公司旗下主要品牌

	品牌名称	商标	简介
	梦洁		创立于1990年，传统与时尚相结合，突出豪华、喜庆、经典的风格，拥有套件、毯类、芯类、婚庆、家居产品，拓展梦洁婚庆、睡眠实验室、梦洁大管家等研究服务。

	寐 MINI		创立于 2001 年 3 月，高端奢侈的家纺品牌，在全球范围内精选优质原材料，采用最先进、最苛刻的工艺，突出简约欧式风格和一流服务。
	梦洁宝贝		创立于 2006 年 3 月，梦洁家纺的下属子品牌，采用健康环保材料，专业针对 0-16 岁婴幼儿、少年儿童的家纺品牌，自然、健康、活力是该品牌主旋律。
	梦洁家居		创立于 2000 年，梦洁集团旗下的一家全资子公司。致力于多项睡眠系统技术研发，提供优化个人和家庭睡眠的解决方案，主营梦洁床垫、梦洁家具等。
	BESELF		创立于 2014 年，主打家居装饰，独创性地融合线上音乐、咖啡、书籍等元素，家居类商品与德国合作，属于沉稳的欧式风格。
	平实美学		创立于 2010 年，定位大众市场，为消费者提供平价、时尚、实用的全套家居用品，性价比较高，优雅的法式主题大花卉是品牌主打风格。
	MEE		创立于 2009 年，以色彩丰富，风格简约的单层四件套为主，是中产阶级体验高端英伦家居的格调之选，主要通过网络购物、电视购物和电话购物等方式销售。
	DreamCoco		创立于 2015 年，是梦幻少女家居潮牌，是专注电商领域的年轻品牌，主打设计师联名跨界款，囊括床品、抱枕、披毯、坐垫、化妆包、首饰包等一系列延伸产品。

资料来源：公司公告、财富证券

1.3 覆盖之固，控制权稳定

公司系自然人控股的公司，控股股东为公司董事长姜天武先生。2017年，公司股权结构发生变动，姜天武持股比例降至18.21%；同时，姜天武先生与公司5%以上股东李建伟先生、李菁先生、李军先生以及张爱纯女士签订《表决权委托协议》，协议签署后，姜天武代为行使的表决权比例为10.68%。目前，姜天武先生持股比例为17.82%，表决权比例合计为28.50%，仍为公司的控股股东及实际控制人，公司股权结构较为稳定。

图 3：股权结构图（2018H1）



资料来源：公司公告、财富证券

2 柳暗花明，家纺行业复苏

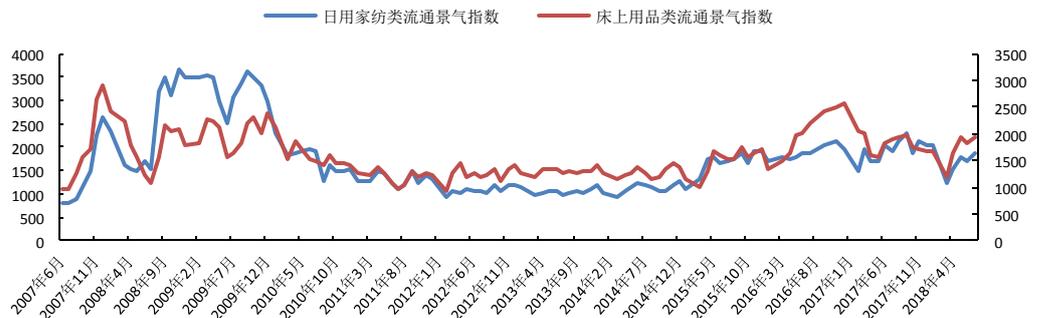
2.1 千帆竞发，集中度有待提升

家纺行业是较为传统的、发展较为成熟的纺织服装子行业。目前整个行业的增速有所放缓，品牌竞争格局相对稳定，强者恒强效应明显。随着行业集中度的不断提升以及家纺纺织品市场的成长，具有产品竞争力兼具运营优势的家纺龙头将有望直接受益。

2.1.1 互争雄长，品牌格局基本形成

受国内经济增速放缓和需求不景气的影响，家纺行业自2012年以来持续调整，直到2016年出现转折。重点大型零售企业的床上用品零售额跌幅缩窄，规模以上企业的营收增速与利润增速反弹，日用家纺类和床上用品类产品的流通景气指数上升，行业整体呈复苏趋势。

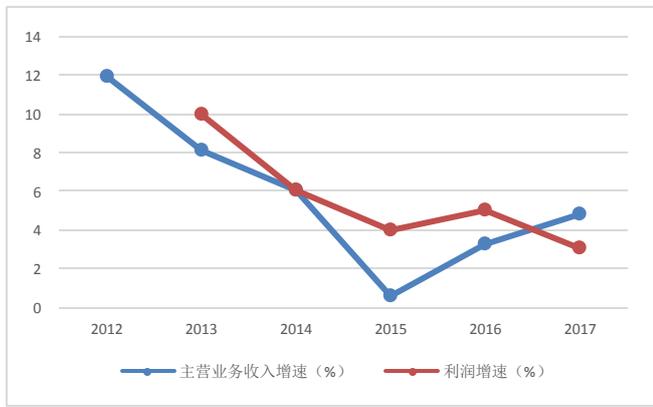
图 4：家纺类产品流通景气指数



资料来源：wind、财富证券

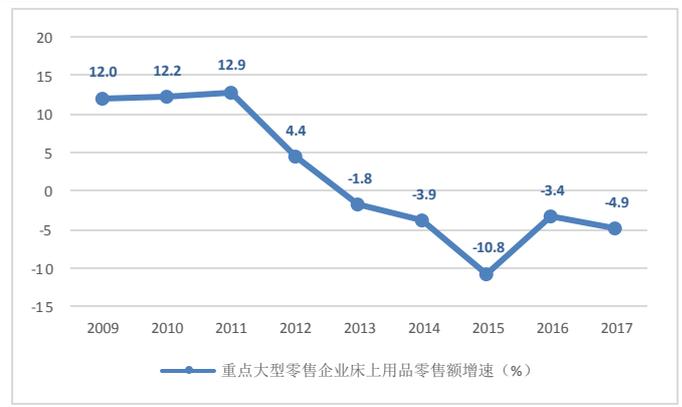
2017 年，家纺行业 1927 家规模以上企业实现主营业务收入 2626.04 亿元，同比增长 4.76%，增速较上年提高 1.55 个百分点；实现利润总额 154.36 亿元，同比增长 3.06%，增速较上年下降 2.42 个百分点。受上游原材料成本高企以及期间费用增加的影响，利润增速略低于收入增速。

图 5：行业规模以上企业历年主营、利润增速



资料来源：国家统计局、财富证券

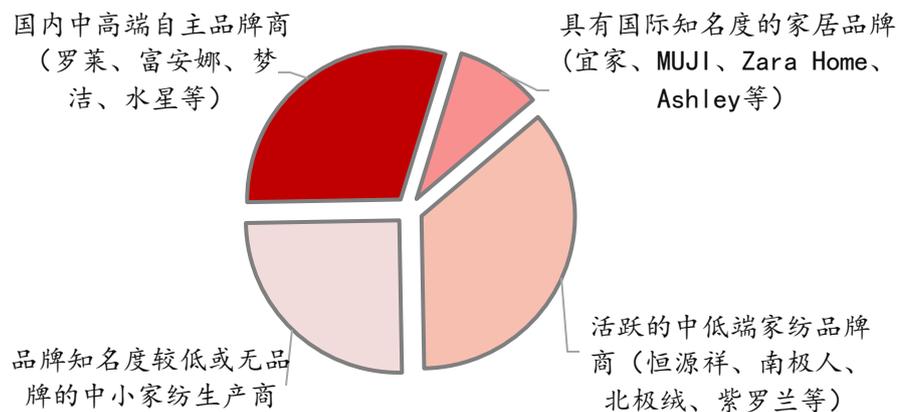
图 6：重点大型零售企业床上用品零售额增速



资料来源：中家纺、财富证券

按照家纺品牌的知名度，国内家纺市场大致划分为四类：第一类是国外入驻的具有国际知名度的家居品牌商在家纺市场的延伸，包括宜家、无印良品、Zara Home、Ashley 等；第二类是品牌知名度较高的国内大型家纺品牌商，以罗莱生活、富安娜、梦洁股份、水星家纺为代表；第三类是品牌具有一定活跃度、体量较小的家纺企业，以恒源祥、南极人、北极绒和紫罗兰为例；第四类则是主要通过线上进行销售的品牌知名度较低、或者无品牌的中小家纺生产商。

图 7：国内家纺市场格局



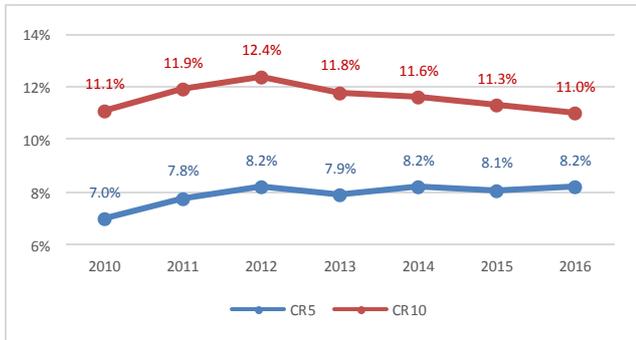
资料来源：财富证券

2.1.2 望其项背，行业集中度提升具有基础

我国直到 20 世纪 90 年代才开始将“家纺”概念作为商标注册的核心元素，家纺品牌建设起步较晚，整个行业市场的集中度较低。2016 年，法、英、德、日、美的 CR5 分别达到了 21.8%、19.5%、16.6%、14.1%、13.1%，而我国家纺行业的 CR5 仅为 8.2%。另从产品结构上来看，我国家纺行业集中度较高的主要是床上用品，客厅、厨房等其他

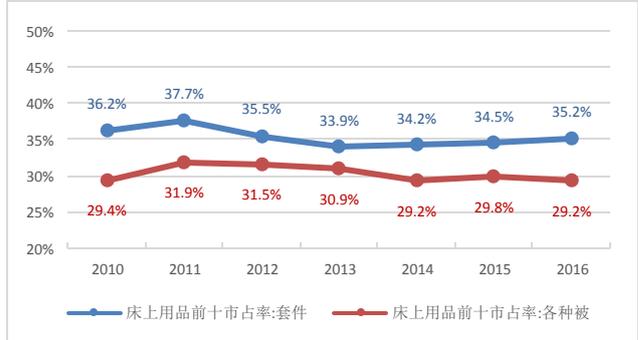
家用纺织品的集中度较低。2017 年，我国床上用品套件 CR10 市占率为 35.2%、各种被市占率 29.2%。传统床上用品行业的高集中度，为未来行业整体集中度的提升奠定了基础。

图 8：中国家纺行业集中度图示



资料来源：Euromonitor、财富证券

图 9：床上用品 CR10 品牌市场占有率



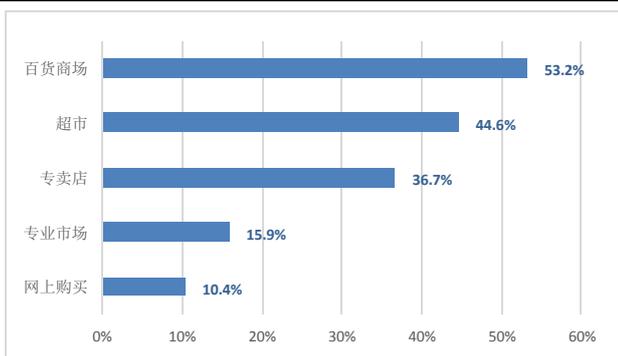
资料来源：中家纺、财富证券

2.1.3 电商兴起，线下零售仍占主导地位

受益于流量红利，家纺的线上业务尤其是定位中端、大众消费的家纺品牌实现了较快的发展。但随着电商红利边际效应逐渐凸显，线上线下消费不断融合，线上业务增速放缓，线下渠道依然是家纺行业的主战场。

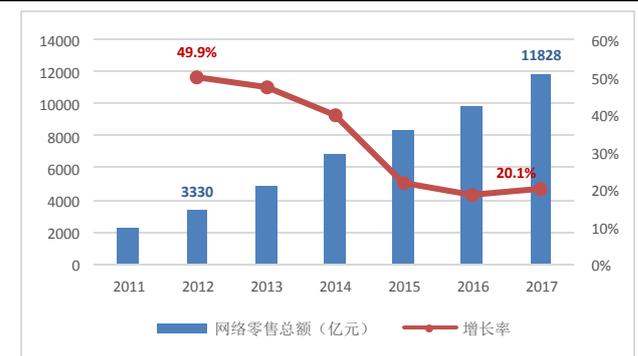
2017 年我国纺织服装行业的网络零售总额为 11828 亿元，同比增加 20.1%，相比于 2015 年以前，增速有明显的下滑。与网络服装相比，网络家纺销售规模增速较小，这主要在于家纺类产品的置换周期更长，消费者对其舒适性和贴肤性要求更高，因此通过实体渠道进行购买的可替代性更弱。根据中家纺《2017 年中国家纺行业发展报告》显示，在消费者购买床上用品的渠道分布中，百货商场占到了 53.2%，超市占到了 44.6%，而网上购买仅占到了 10.4%，线下渠道明显更受消费者青睐。

图 10：2017 年消费者购买床上用品的渠道分布



资料来源：中家纺、财富证券

图 11：纺织服装网络零售情况



资料来源：中国纺织工业联合会、财富证券

2.2 需求驱动，赋予发展活力

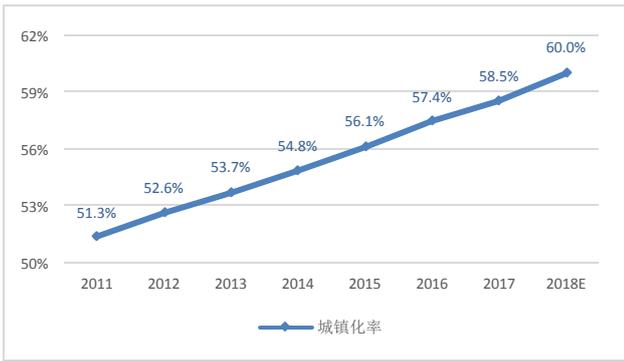
新兴中产阶级兴起，家纺产品消费理念不断细分；作为地产后周期行业，家纺行业 2018 年营收增速预计将与 2017 年平稳的商品房销售增速保持正相关关系。受婚庆风俗和二胎政策的驱动，在结婚登记对数保持平稳且婴幼儿数量不断增多的背景下，公司的婚

庆产品线以及梦洁儿童将有望持续受益。

2.2.1 中产崛起增加家纺消费品类及频次

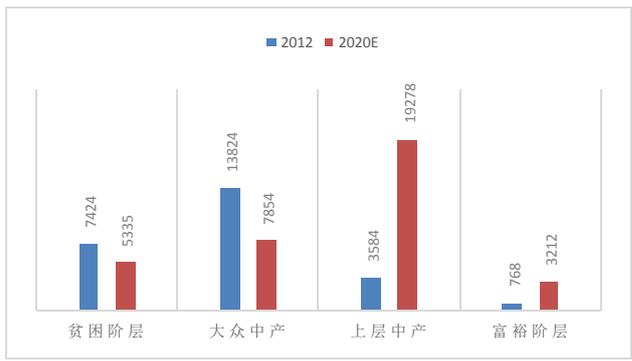
据麦肯锡预计，2012-2022 年我国达到上层中产阶级的城市家庭将从 3584 万户增至 19278 万户，占比将从 14% 提升至 54%，年均增幅 18%。随着城镇化进程的持续推进和居民可支配收入的稳定增长，我国人口结构中的中产阶级占比不断提升。随着消费实力的提升、消费理念的细分升级以及人口代际结构的变化，家纺消费也呈现出不同的时代特征：倾向购买品牌家纺、购买更多品类、随机性消费次数增加等。

图 12：我国居民城镇化率



资料来源：wind、财富证券

图 13：各阶层家庭数量预测 (万户)

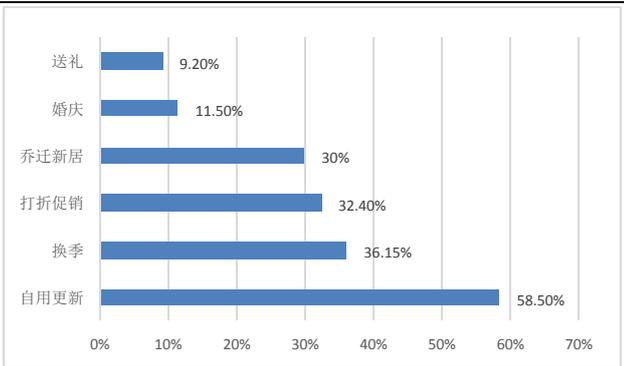


资料来源：麦肯锡、财富证券

2.2.2 地产后周期效应引领置换需求

根据中家纺统计，我国消费者置换家纺产品的原因中，婚庆需求和乔迁新居需求占比分别达 11.5% 和 30%，我们认为这部分需求与房地产的销售情况存在一定联系。由于新房购置到交房入住通常有 1-2 年的时间，家纺行业的业绩表现与房地产的销售存在一定的相关性。2017 年上半年，受三四线房地产去库存的影响，住宅商品房销售面积保持较高增速；下半年增速放缓，在经历 9、10 月的下调之后重新趋于平稳。与之对应，预计地产发展将对家纺按行业 2018H2 的销售有一定的推动作用。

图 14：消费者置换家纺产品原因



资料来源：中家纺、财富证券

图 15：家纺行业营收与房地产销售的相关性



资料来源：国家统计局、财富证券

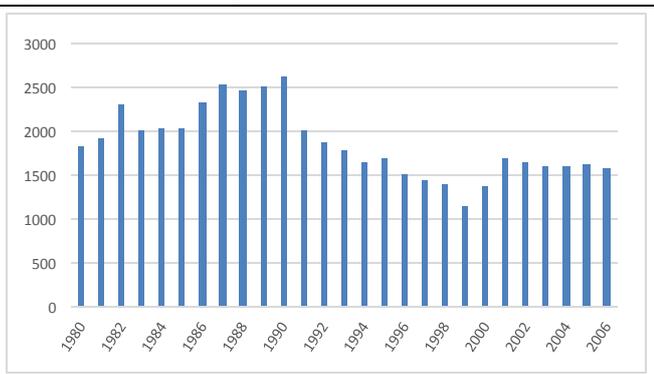
2.2.3 婚庆&二胎推动细分领域消费

婚庆消费是我国历来习俗，新婚夫妇对家居环境的重视一定程度上带动了床上用品的消费。目前我国正进入 80 年代“婴儿潮”出生人群的结婚高峰期，国家统计局数据显

示，我国 1988-1992 年的出生人口较多，是一个波段峰值，对应未来 5 年的结婚数量预计将处于相对较高水平，未来的婚庆家纺消费具备一定的人口基础。

此外，二孩政策的实施将对儿童家纺发展起到一定的推动作用。我国自 2016 年 1 月 1 日全面放开二孩以来，出生率出现一定程度的上升。同时，自 2010 年以来，我国 0-14 岁人口不断提升，2017 年达到了 2.33 亿，占全国总人口的 16.8%，这对儿童家纺消费也有一定的推动作用。

图 16：1980-2006 年我国人口出生人数（万）



资料来源：国家统计局、财富证券

图 17：我国 0-14 岁人口数量及人口出生率



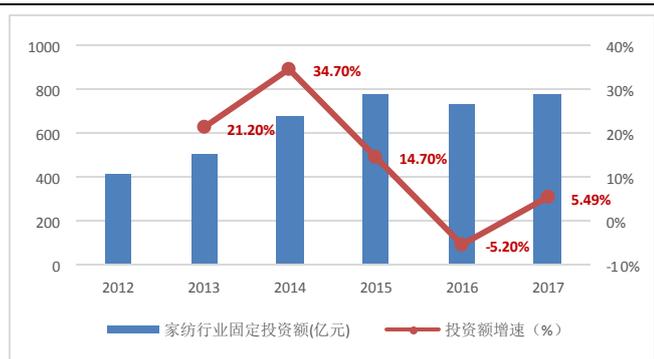
资料来源：国家统计局、财富证券

2.3 供给改善，马太效应凸显

2.3.1 家纺投资增速由减及增

2017 年，家纺行业固定资产投资增速呈现由减及增趋势，投资者信心进一步增强。2017 年，家纺行业全年实现固定资产投资 774.6 亿元，同比增长 5.49%，增速较去年提高了 10.69 个百分点。分子行业来看，毛巾和布艺行增势良好，呈现两位数增长；仅投资占比最高的床上用品行业，市场相对饱和，投资规模有所缩减。

图 18：家纺行业固定资产投资额



资料来源：中家纺、财富证券

图 19：家纺子行业固定资产投资增速



资料来源：中家纺、财富证券

2018 年以来，家纺企业生产订单同比增加，纺织印染企业产销量增加，开机率提升。2018 年 7 月，日用家纺类生产景气指数收于 1174.08 点，同比增长 3.43%；床上用品类生产景气指数收于 1113.86 点，同比增长 64.09%，均呈上升态势。

图 20：家纺用品生产景气指数

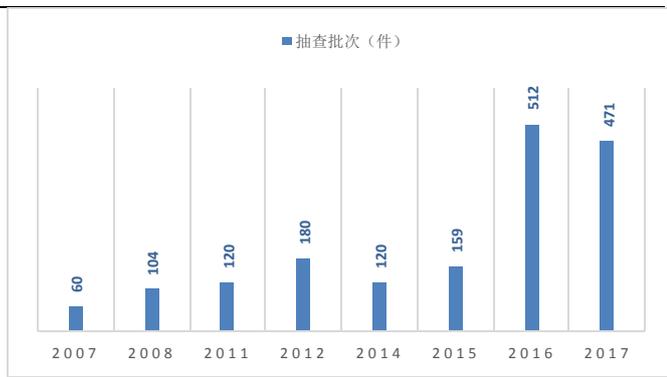


资料来源：中国柯桥纺织指数官网、财富证券

2.3.2 环保趋严出清中小家纺

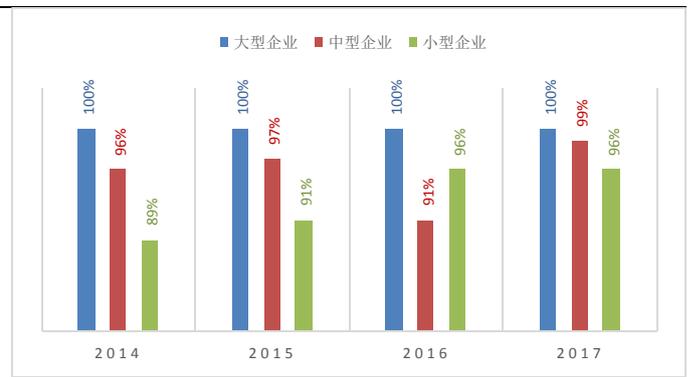
我国床上用品质检抽查次数逐年增加，2017年、2016年的抽查批次分别是2015年的3.22倍和2.96倍，大型企业质检合格率明显高于中小型企业。在环保趋严背景下，大量不合规的中小印染、面料企业关停，导致面料出现短缺，家纺产业原材料成本上涨，在采购、租金、水电以及人工成本纷纷上升的背景下，大部分中小家纺企业生存空间被进一步压缩。政府在以环保为抓手推动经济结构升级的同时，带动了低端中小家纺企业的出清。

图 21：床上用品质检抽查批次



资料来源：国家市场监督管理总局、财富证券

图 22：床上用品质检抽查合格率



资料来源：国家市场监督管理总局、财富证券

2.3.3 供给升级布局大家居

伴随着购买力的提升，居民消费观念（追求品质、养生健康等）不断转变，对家纺产品的消费需求也不断升级，以天丝、蚕丝、亚麻等天然纤维为材质的中高端套件产品和功能性较强、使用更为舒适的羽绒被、乳胶枕等产品愈发受到消费者青睐。与之对应的家纺产品供给也正逐步由保暖、装饰、实用等常规功能向保健、环保、健康等方向过渡。根据叠石桥家纺指数检测数据显示，自2016年以来，鹅绒、鸭绒、蚕丝冬被芯的内销价格指数均呈上升走势，中高端家纺市场销售氛围好。

图 23：梦洁家纺羽绒被



资料来源：梦洁官网、财富证券

图 24：梦洁家纺蚕丝被



资料来源：梦洁官网、财富证券

同时，基于家纺家居不断融合的趋势，为满足消费者的一站式家居购物需求，越来越多的家纺公司开始尝试增加多品类发展、布局多元化业务，向大家居方向进行业务拓展，丰富产品种类。

表 1：各家纺公司家居化布局

公司名称	梦洁股份	罗莱生活	富安娜
转型方向	转型家居服务，打造品牌集合店	进一步向家居生活转型	转型美家，计划推服装业务
战略合作	2016 年 9 月收购记忆棉研发企业大方睡眠	2017 年 9 月收购美国家具品牌莱克星顿	2017 年 7 月推出“全屋艺术美家配制”
实施路径	成立东华大学-梦洁家纺联合研究中心，推出梦洁睡魔仕 SOMNUS 品牌，开展大管家、星生活家居服务	成立东华大学罗莱研究中心，在材料、染整、睡眠科技等领域开展深度研发，打造家居产业链	引进德国豪迈全自动化生产系统，通过 C2B+O2O 切入定制家居市场，提供全屋定制服务

资料来源：财富证券

3 峰回路转，经营状况回暖

由于渠道调整、直营门店增加、经营效率、股权变动等因素，公司 2016、2017 年归母净利润增速为负，业绩表现不够理想。2017Q4，公司的营业成本增加了约 4.5 亿元，销售费用增加了约 2.6 亿元，直接压缩利润空间，2017 年全年公司营收同比增长 33.69%，归母净利润同比下降 47.30%。2017Q4 成本费用高企的主要原因是：直营终端的布局、全品类集合店的开设，资金成本占用比较大，成本费用支出较多；2017 年的门店落地包括门店家居洗护功能的覆盖，有相当一部分集中在四季度，同时还有三季度末终端成本费用在四季度显现的叠加因素；品牌宣传和推广促销活动力度加大。

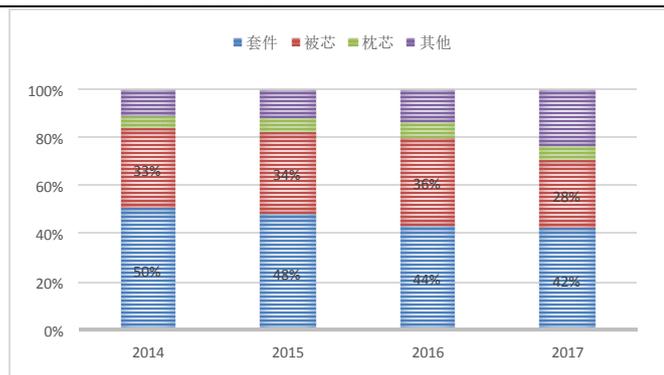
随着渠道拓展开始更加侧重加盟，加之经营效率逐渐提升，募投项目稳步推进等因素，公司成本端压力渐弱，2018 年以来，公司业绩回暖明显，高增态势持续。2018Q1，公司实现营收 5.19 亿元，同比增长 46.54%；实现归母净利润 5088.22 万元，同比增长 40.85%；实现扣非归母净利润 4963.82 万元，同比增长 40.61%。2018H1，公司实现营业收入 10.07 亿元，同比增长 28.22%；实现归母净利润 9185.89 万元，同比增长 31.07%；实现归母扣非净利润 8947.51 万元，同比增长 29.86%。

3.1 产品稳定分布，品牌有序推进

从产品结构来看，套件、被芯类产品占据绝对比例，家居板块有序成长。公司产品主要包括套件、被芯、枕芯和毛毯等，纵览历年销售情况，各品类产品的营业收入占比稳定，套件和被芯占比最高，合计占比超过 70%。2018 年上半年，公司套件、被芯类产品实现营收 7.51 亿元，同比增长 36.92%，营收占比同比提升 4.74 个百分点至 74.61%。其中，套件类产品营收同比增长 30.48%，营收占比同比提升 0.76 个百分点；被芯类产品营收同比增长 47.58%，营收占比同比提升 3.97 个百分点。其次，伴随着公司的大家居布局，以床垫、家具为代表的其他产品收入占比不断提高。

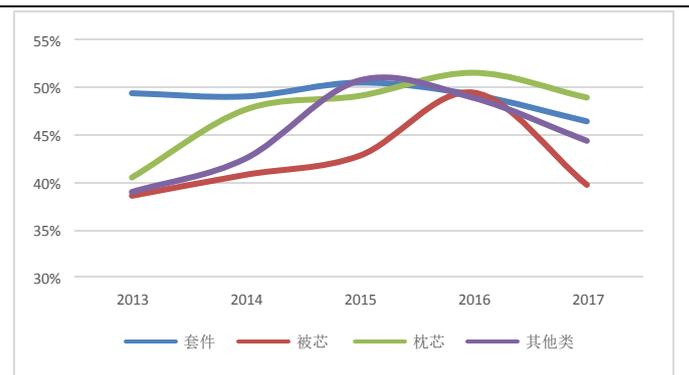
从产品毛利率来看，套件产品的毛利率最为稳定，受原材料成本波动的影响较小；被芯和其他类产品的毛利率波动较大，原因是原辅料等级及价格变动；其他类产品的毛利率变动则主要是由于 SKU 较多、规模效益尚不明显、市场供需关系变动所致。2017 年，受原材料价格上涨的影响，公司各产品的毛利率均呈明显的下降趋势；2018 年以来有所好转，2018H1 公司套件类产品毛利率 51.75%，同比提升 0.53 个百分点；被芯类产品毛利率 55.42%，与去年同期基本持平。

图 25：公司近年来各产品营收占比



资料来源：公司公告、财富证券

图 26：公司近年来各产品毛利率

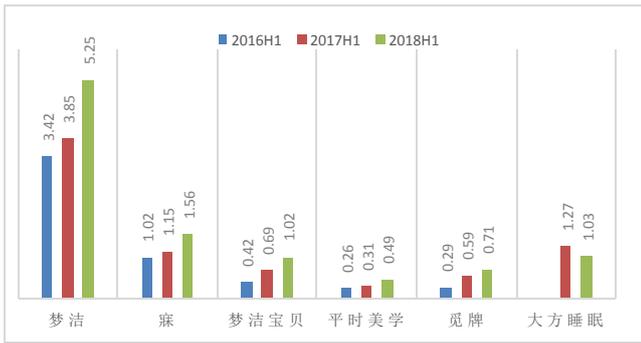


资料来源：公司公告、财富证券

从品牌发展来看，成长趋势明显，不同品牌的毛利率相差较大。2018 上半年，梦洁主品牌实现营业收入 5.25 亿元，同比增加 36.62%，营收占比为 52.18%。寐牌、梦洁宝贝和平时美学等品牌，营收占比较小，但仍呈现逐年上涨的趋势；报告期内仅大方睡眠营收增速缩减。

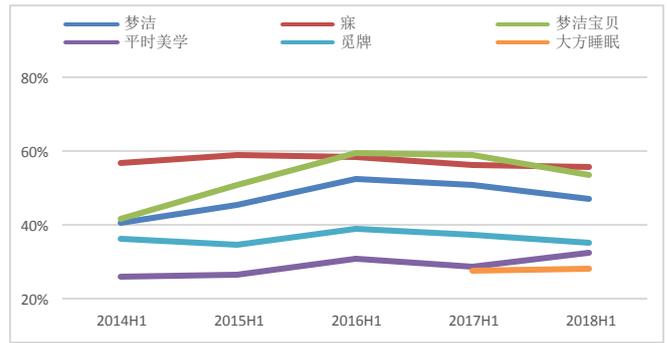
品牌毛利率相对稳定，品牌定位、设计工艺水平、原辅料等级及价格、产品加价倍率的不同导致不同品牌的毛利率相差较大。梦洁、寐和梦洁宝贝的毛利率基本维持在 50% 以上，而觅牌的毛利率低于 40%，平时美学的毛利率低于 30%。

图 27：不同品牌营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、财富证券

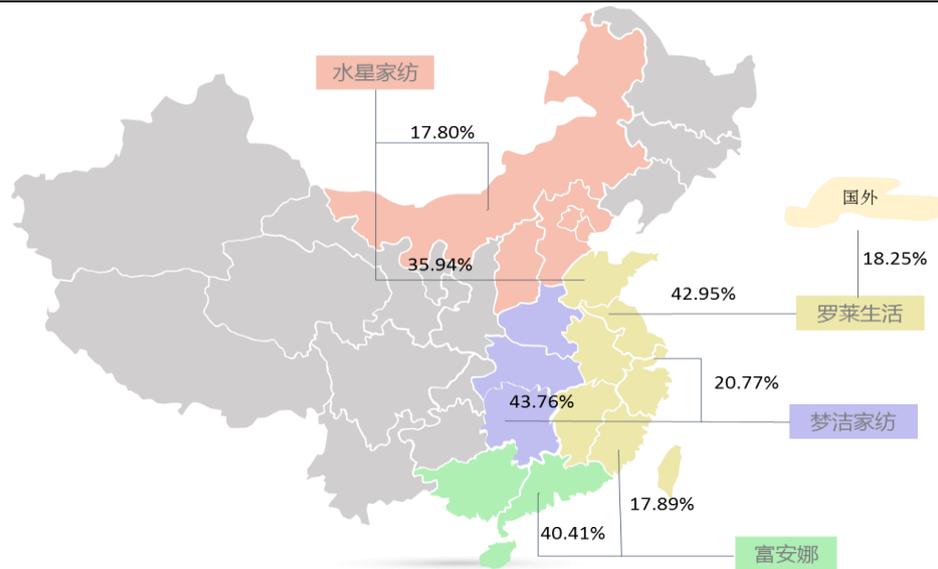
图 28：不同品牌毛利率



资料来源：公司公告、财富证券

从销售区域来看，华中地区是主力区域，与其他上市家纺公司形成竞争错位。公司立足于湖南，华中地区营收占比最高，罗莱生活主要区域集中在华东，富安娜集中在华南，水星家纺集中在华北，各公司主要集中区域各不相同，形成一定的错位竞争格局。2018 年上半年，华中地区实现营收 4.38 亿元，营收占比达 43.46%；华东地区实现营收 1.88 亿元，营收占比达 18.64%。未来，公司将以现有区域为基础，进一步深耕、拓展市场。

图 29：2017 年主要家纺品牌各区域线下销售占比情况

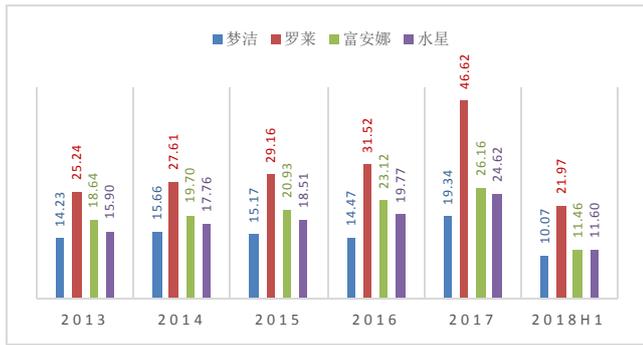


资料来源：公司公告、财富证券

3.2 成本费用承压，盈利能力有所修复

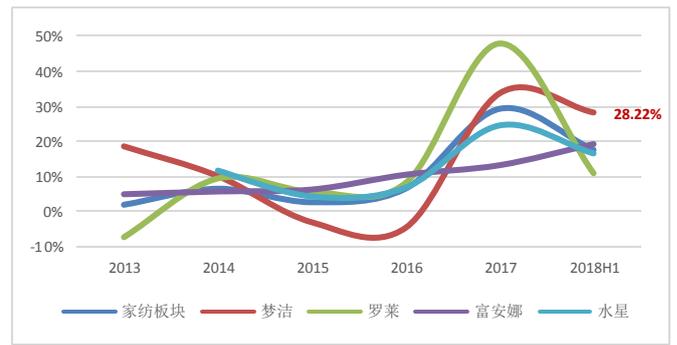
2017 年，家纺行业复苏，公司营收增速达 33.7%，处于同业可比公司前列，高于整个家纺板块。但公司的营收规模较小，全年仅实现营收 19.34 亿元，同期罗莱生活、富安娜和水星家纺的营收分别为 39.63、26.22 和 24.62 亿元，公司屈居第四。2018 年，伴随着渠道复苏和品牌推广效应，公司的营收增速继续保持高位，与同业可比公司的规模差距逐渐缩小。

图 30：同业可比公司营业收入（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

图 31：同业可比公司营收增速（%）



资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

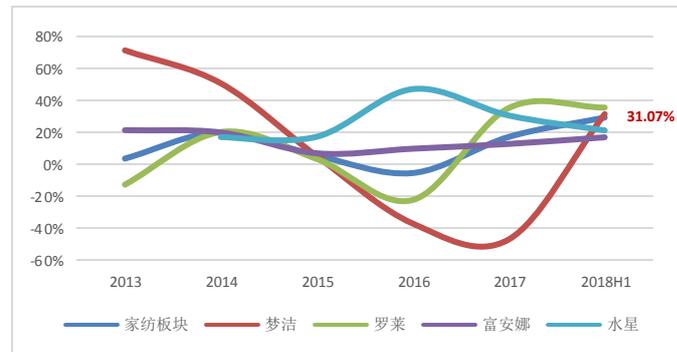
2016 年和 2017 年，为布局直营门店和配套家居洗护，公司投入大量的资金，营业成本、销售费用高企，压缩利润空间，归母净利润有所下滑。2018 年以来，公司业绩表现有所好转，2018H1 公司实现归母净利润 0.92 亿元，超过 2017 年全年的归母净利润；利润增速由负转正，同比增长 31.07%。

图 32：同业可比公司归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

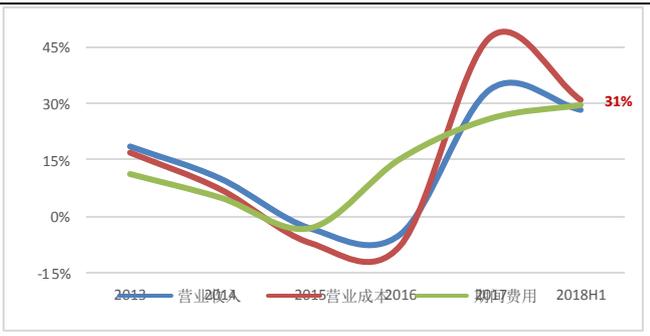
图 33：同业可比公司归母利润增速



资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

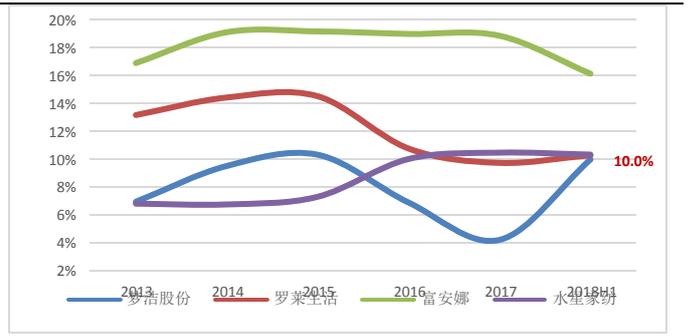
公司近两年的成本端承压明显，成本增速覆盖收入增速，期间费用增速有增无减。公司产品一直定位于中高端市场，销售毛利率稳定，基本维持在 45%，处于行业中游水平。但公司的销售净利率较低，尤其是 2017 年，公司的销售净利率仅有 4.2%，同期罗莱、富安娜和水星家纺的销售净利率分别达到了 9.72%、18.86% 和 10.45%，差距明显。这主要是由于公司在成本增速远超营收增速的背景下，开设了大量直营门店，相应增加了人工、租赁等费用，导致其销售费用率居高不下，拉低了销售净利率。2018 年上半年，受主业销售规模的大幅增长和直营门店的业绩释放，加之成本费用控制得当，公司的销售净利率回升。

图 34：公司营业收入、营业成本和期间费用增速



资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

图 35：同业可比公司销售净利率

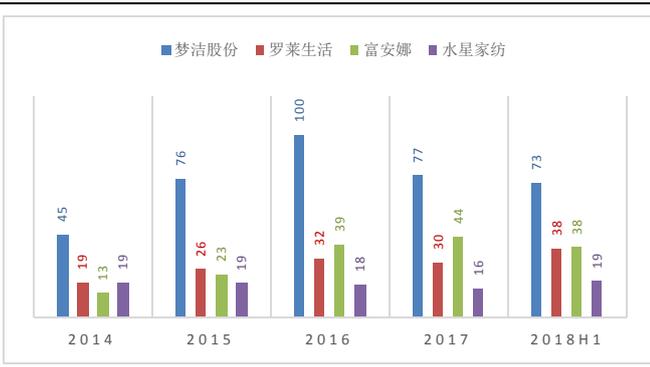


资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

3.3 营运、偿债能力仍有提升空间

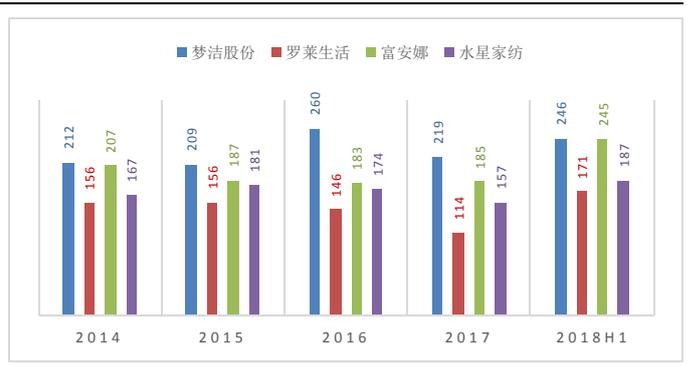
与同业可比公司相比，长期的高库存状态和赊销策略使得公司的资产周转能力相对较弱，存货周转天数和应收账款周转天数都呈现居高不下的态势。2017 年以来，公司营运能力逐渐提升。2018 年上半年末，公司存货账面价值同比增长 16.30% 至 7.84 亿元，其中库存商品账面价值同比增长 12.66% 至 6.61 亿元，但公司存货的周转天数同比减少 28.02 天至 245.83 天，公司的存货周转水平进一步提升。

图 36：同业可比公司存货周转天数



资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

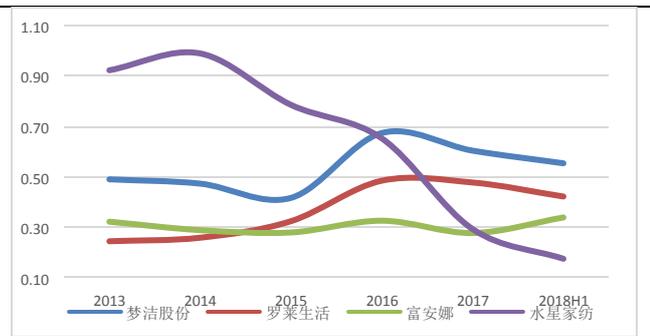
图 37：同业可比公司应收账款周转天数



资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

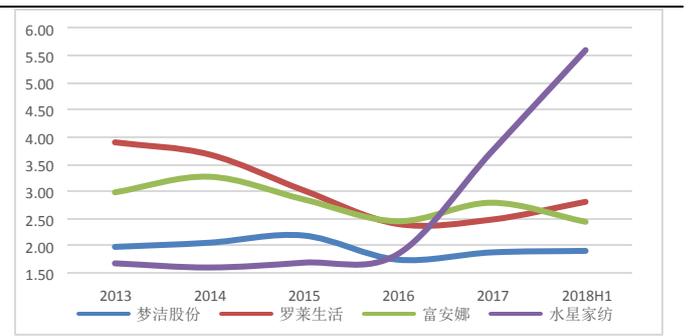
公司的长短期偿债能力 2018 年以来有所提升。2018 年上半年，公司流动比率以及速动比率同比提升 0.33/0.25，资产负债率以及长期资本负债率同比分别下降 7.37/1.19 个百分点。

图 38：同业可比公司产权比率



资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

图 39：同业可比公司流动比率



资料来源：同花顺 iFinD、财富证券

公司的现金流表现有所改善。2015 年公司的经营性现金流呈现低基数效应，主要是由于加大对经销商的授信力度以及相关电商业务结算时点问题，就 2016/2017 年指标来看，公司经营活动的收益转化为现金净流入的能力有所提升，但现金回收速度略有下降。2018 年上半年，由于预收款减少、库存商品增多，公司经营性现金流为负，预计年末转正；公司销售收现比提升 9.89 至 118.98，公司现金回收速度加快。

3.4 主业布局加码，强化四大方针

在主业逐渐回暖的背景下，公司持续推进了建系统、突渠道、重服务和强内控的发展方针，深度布局产品经营。

建系统提升生产效率。公司专注于套件、被芯、枕芯等传统家纺产品的生产与制作，为提高基本产品的生产效率和工艺水平，从而增大自产比例和自主定价权，公司以持续推进智能工厂建设和加大研发投入为艇。2018 年上半年，公司智能工厂持续发力，供应链大部分工序实现了自动化操作，其中套件类基本款产品、被芯类、枕芯类以及日式床垫类产品等部分产品线实现了全过程智能化操作。同时，公司研发投入达 2,389 万，较去年同期增长 30.83%。

突渠道拓展销售空间。2012 年以来，我国一、二线城市的消费增速出现明显下滑，相比之下，三四线及以下城市的消费增速降幅较小，且在 2016 年和 2017 年出现小幅反弹超越一、二线城市的社会消费品零售增速，三、四线城市消费升级现象明显。因此，为契合消费者需求，公司开始实施渠道下沉战略，加码布局三四线城市，公司 2018 年上半年新增终端 175 个，在重点城市打造全品牌旗舰店 44 个。

重服务提供品质家居，强内控巩固精细化管理。为拉开同业差距，公司除在产品生产和营销渠道上着力之外，还提供了与产品销售相关的配套服务，以优化客户体验度并提升用户粘性。2018 年上半年，公司大管家与星生活提供家居服务次数超过 10 万次，对主业销售产生一定的促进作用。经营绩效离不开精细化管理，近年来，公司的精细化管理再上台阶。公司施行梦洁特色月会制度以及“7+1”审计制度，对于不达预期情况进行定期的核查，定期公示并问责，明显提升了经营效率。

我们认为目前公司处于业绩不断回暖、经营不断改善的阶段，2018 年以来的业绩高增态势预计将持续。主要理由有三：1) 大方睡眠并表对公司前期业绩权重影响较大，2018H1，剔除大方并表因素，公司上半年净利润增速近 50%。这主要是公司主要产品（套件、被芯）业绩规模扩大、毛利率提升所致。由于前期公司主要产品的产销量具有低基数效应，未来产品销售规模仍有一定的增长空间，且随着智能工厂投建后、自产比例逐渐提升，该增长态势有望持续，相关的标准化产品也有望实现量价齐升。我们预计公司各主要产品在未来 3 年都有双位数的销售规模增长。2) 公司直营门店的盈亏平衡期约为 1 至 1 年半，2016、2017 年的直营终端布局，业绩预计将在今年陆续开始释放；2018 年开始公司的终端布局将侧重加盟，成本端压力渐弱。3) 布局功能性寝具产品的大方睡眠，未来在内销市场的成长空间较大，虽 2018 年由于外销市场、原材料价格等因素业绩承压，但 2019-2020 年预计仍将保持较为稳健的增长；公司的家居服务在产生业绩的同时对公

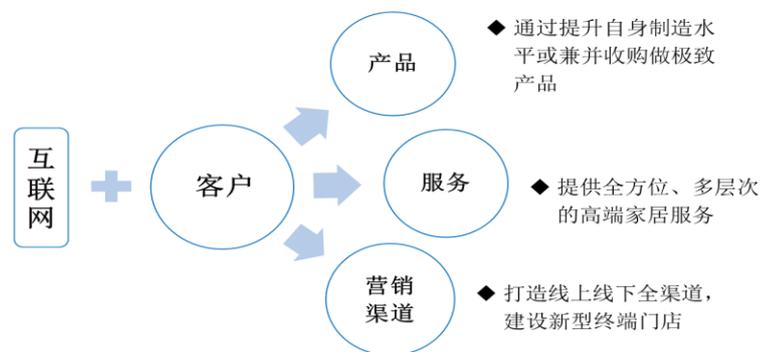
司产品的销售也有一定的促进转化作用，对整体业绩均有一定的支撑作用。

4 运筹帷幄，打造综合式家居服务

4.1 爱在家庭，实施“互联网+CPSD”战略

公司自 2015 年开始实施“互联网+CPSD”（C 是客户、P 是产品、S 是服务、D 是渠道）发展战略，广泛运用互联网手段，充分发挥已有的品牌、资金、技术、质量、渠道和人才优势，紧贴市场需求，抓住发展机遇，整合内外部资源，完善信息化系统，提升整体盈利能力，以不断丰富的极致产品和服务为导向，全面实现线上线下的资源共享和互融互通，满足客户个性化需求。

图 40：互联网+CPSD 战略



资料来源：公司公告、财富证券

4.1.1 全面便捷，梦洁大管家护理

公司通过终端门店售后功能的覆盖和高端智能洗护工厂的运营，拓展家居服务。2016 年，公司出资设立了“大管家”和“星生活”两家子公司，大管家服务项目同时也是 2017 年公司定增募投项目之一。2018 年上半年，大管家与星生活提供的家居服务次数超过 10 万次，在服务获取一定收入的同时，对家纺产品的销售也起到了较为明显的转化、促进作用。

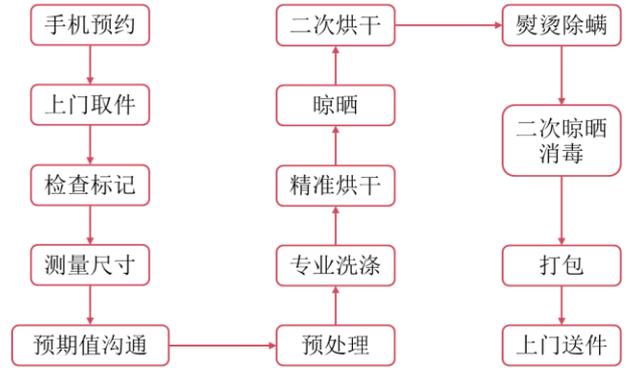
梦洁“大管家”囊括了上门家居服务的不同方面，包括与销售产品相关的杀菌除螨、与家居护理相关的皮具护理、与婚庆相关的婚房布置等。针对家居洗护版块，梦洁“大管家”推出了 I*wash 专业洗护，嵌入普通门店之内。相对的会员消费者便可通过微信预约，获取上门取件，享受 I*wash 洗护服务。截至 2017 年年末，公司在全国拥有 I*wash 门店超过 250 家，“大管家”会员 200 万，活跃会员 30 万，转化率近 30%。

图 41：梦洁大管家服务种类



资料来源：公司官网、财富证券

图 42：I*wash 服务流程

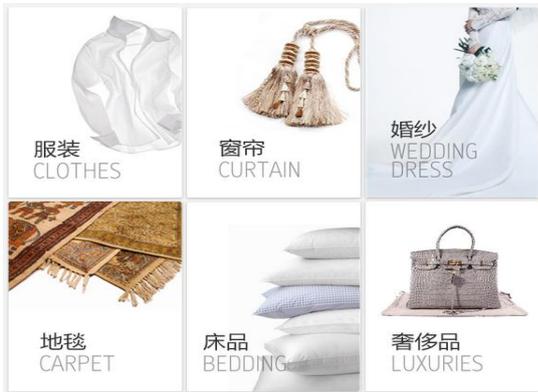


资料来源：I*wash 服务官网、财富证券

4.1.2 环保专业，寐牌星生活洗护

“星生活”则侧重高端专业洗护，包括中高端床品洗护、高端衣物洗护和奢侈品养护等。2017 年，公司联合全球 8 个国家、31 个国际大型供应商，在湖南麓谷工业园区投放了全球第一家全智能的洗护工厂——七星洗护工厂。工厂引入德国工艺，颠覆传统的干洗模式，采用纯净水洗涤、单简单件独立洗涤和 4.0 智调吊挂系统集成管理的操作方式。2017 年 5 月，七星洗护以长沙市为试点，首批在 70 个小区投放了 100 组智能收衣柜，预计目前已覆盖超过 80 个中高端小区。随着环保智能洗护的兴起以及消费者洗护观念的改善，公司预计在 2018 年实现洗护工厂的盈亏平衡。

图 43：七星管家洗涤服务



资料来源：七星管家服务官网、财富证券

图 44：七星智能洗护设备



资料来源：七星管家服务官网、财富证券

“大管家”与“星生活”的建设将有利于公司提高会员粘性、增加有效营销，促进现有销售业务发展；宣扬公司文化，提升消费者对梦洁品牌的认同感；布局精细化、高品质的家居性服务，培育新的业务增长点。

4.2 相得益彰，协同布局智能家居

大方睡眠是国内记忆绵研发、生产的领先者，收购大方睡眠将有利于公司向智能化家居方向的布局。与梦洁合作推出的睡魔仕品牌专注解决东方人民的睡眠问题，目前以提供床垫枕芯等功能性健康睡眠产品为主，未来有一定的发展空间。

4.2.1 有的放矢，战略收购大方

为强化公司的功能性产品模块，布局智能家居，提升整体经营实力，公司于2016年9月以1.6亿元收购福建大方睡眠科技股份有限公司51%的股权。福建大方睡眠成立于2010年1月，公司自成立后一直从事记忆绵、记忆绵床垫、记忆绵枕头等产品的研发、生产和销售，主要采用ODM经营模式，70%以上产品出口北美、欧洲以及东南亚市场，是国内少数拥有MDI软发泡技术并大规模生产运用于记忆绵家居用品的企业。研发实力较强，与国内多所大学及全球各地供应商合作，拥有发明专利4项，实用新型专利13项，外观设计专利26项，2016年被评为国家一级高新技术企业。

图 45：大方睡眠部分产品分类

产品分类	产品图示	具体用途
TDI、MDI 高回弹 海绵		具有超强的回弹性与透气性，在受压时会在不同变形状态下产生不同支撑力的反弹力，其热老化、湿老化及动力疲劳性比较好。
TDI、MDI 慢回弹 海绵（记忆棉）		具有慢回弹特性的聚氨酯海绵材料，具有吸收冲击力、减少震动、低反弹力释放等力学性能。
记忆棉床垫		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、切割成型两种成型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。

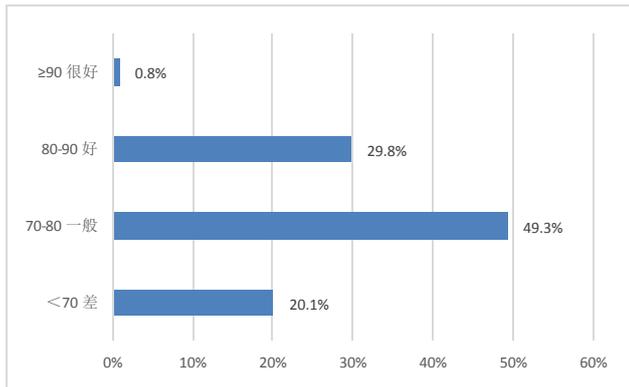
资料来源：公司公告、财富证券

4.2.2 戮力同心，推进睡眠家居

随着生活节奏的加快和生活压力的增大，众多居民处于亚健康的睡眠状态。根据中国睡眠研究会联合梦洁家纺发布的《中国人睡眠质量及科普报告》显示，我国38.2%的人存在打鼾、失眠、呼吸暂停等睡眠问题。华为运动健康发布的《2017中国睡眠质量报告》也显示，中国人普遍失眠，69.4%的用户睡眠质量不佳。

2017年，东华大学-梦洁家纺联合研究中心成立，公司与大方睡眠共同合作开发了功能性寝具品牌“睡魔仕 SOMUS”。该品牌致力于提供功能型、智能型、舒适型于一体的定制化智眠系统，推出的高订枕芯根据东方人体工程学数据设计而成，采用具有支撑性、舒适性和抗压性等特点集一体的COOLUX记忆棉，完美贴合东方人的脊椎高度，能有效地改善国人睡眠质量；其次，门店能根据顾客睡姿、体型及枕芯软硬程度需求提供量身定制服务，解决睡眠问题。

图 46：睡眠得分的分布情况



资料来源：2017 中国睡眠质量报告、财富证券

图 47：睡魔仕 SOMNUS



资料来源：国家市场监督管理总局、财富证券

大方睡眠在功能性寝具领域具有先发技术优势，梦洁在软体家具（床垫等）领域亦有数十年的运营经验，自公司部分收购大方睡眠以来，二者的协同性进一步增强。2017 年，在原材料价格大幅上涨的背景下亦实现营业收入 2.67 亿元、净利润 5500.52 万元。但 2018 年上半年，受贸易战的拖累，大方海外业务受阻，盈利能力略有下降；下半年，公司将重点拓展内销市场，整合已有产品与大方寝具。

4.3 高瞻远瞩，定增推动业务升级

2016 年，公司以不低于 7.58 元/股的价格向 10 名特定投资者非公开发行股票 1.04 亿股，募集资金不超过 7.89 亿元，用于智能工厂和 O2O 营销平台项目建设，为公司实现未来战略规划奠定了良好的基础。

表 2：定增募集资金投向

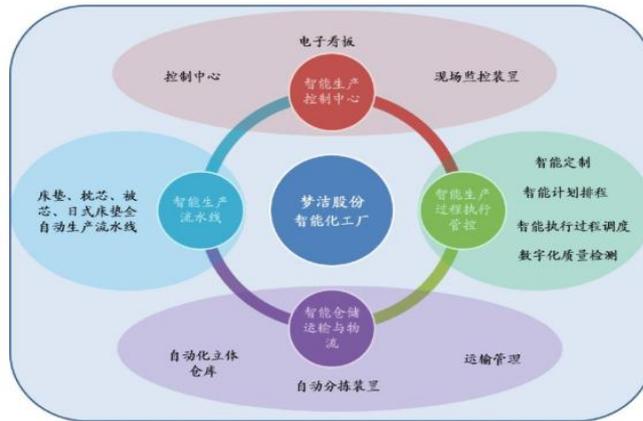
序号	项目名称	投资总额	拟投入额
第一类项目			
	智能工厂建设项目		
1.1	年产 60 万床被芯、80 万个枕芯、10 万床日式床垫项目	34956.43 万	28425.14 万
1.2	年产 20 万张床垫项目		
1.3	物流基地建设项目		
1.4	智能工厂信息化项目		
第二类项目			
	O2O 营销平台项目		
2.1	智慧门店项目	66416.90 万	50454.71 万
2.2	大管家服务项目		
2.3	O2O 云数据项目		

资料来源：公司公告、财富证券

4.3.1 建设智能工厂，提高生产效率

公司现有产品的外协生产比例较高，约为 50%。中高端产品由于材料、工艺要求一般为自产，定位中端、大众的产品，基本款产品一般为外协生产。智能工厂投产后，公司自产比例预计将提升至 80%，产品质量、交期管控将进一步加强，同时也利于成本端释压、增厚业绩。

图 48：智能化工厂建设要点



资料来源：公司官网、财富证券

公司计划于 2019 年 9 月前全部建设完成智能工厂项目并投入运营。按照规划，项目完成后，加上公司原生产能力，预计生产效率将提升 20%，能够实现个性化定制；库存周转率将提 20%，最低周转天数达到 15 天；延期交货率降低 10%，停工待料率降低 50%；能源利用率提升 10%，运营成本下降 15%；产品不良率下降 15%，产品研制周期提升 20%。截至 2018 年 3 月，公司年产 80 万套被芯、60 万个枕芯以及 10 万个日式床垫项目一期建成投产，新的智能生产线每天平均可生产被芯 400 多床、枕芯 1500 个。

图 49：智能工厂生产设备



资料来源：品牌家纺网、财富证券

图 50：梦洁股份自动化生产线

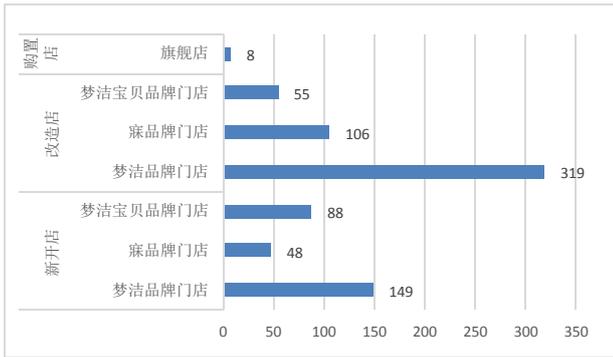


资料来源：中国日报网、财富证券

4.3.2 转变商业模式，升级营销渠道

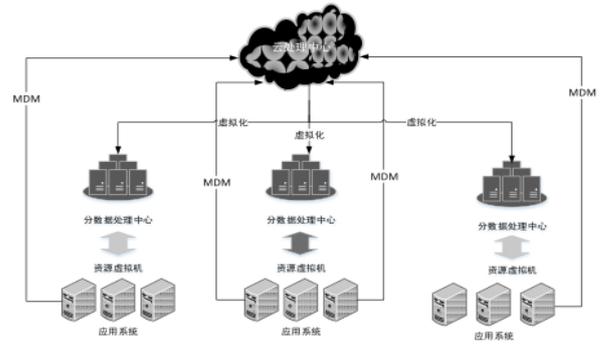
公司自 2013 年开始着力推动 O2O 商业模式转变，定增投资的 O2O 营销平台项目建设将基于公司现有的品牌影响力与广泛的线下门店覆盖，挖掘公司已有的线下海量客户信息、拓展营销网络，增加公司市场占有率。

图 51：智慧门店建设计划



资料来源：公司公告、财富证券

图 52：O2O 云处理中心数据逻辑



资料来源：公司公告、财富证券

2017 年，公司全年布局“大管家”和“星生活”终端数量超过 262 个，在重点城市打造全品牌集合店 32 个。2018 年上半年，大管家与星生活提供的家居服务次数超过 10 万次，在服务获取一定收入的同时，对家纺产品的销售也起到了明显的促进作用。同步在建的 O2O 云处理系统，将以智慧门店提供的实时门店信息为基点，打通原有会员管理系统、存货管理系统、门店管理系统，实现线上线下会员信息、门店信息、存货信息的实时融合与实时交互。

5 投资观点及盈利预测

5.1 维持“谨慎推荐”评级

公司是历史最为悠久的家纺上市公司，中高端家纺市场先发优势明显。自主开发的梦洁、寐、梦洁宝贝品牌定位中高端，大方被规格（2.48m*2.48m）独树一帜，行业竞争力较强。公司的“互联网+CPSD”战略推进较为顺利：渠道布局及优化调整继续深化，前期新增的直营门店以及全品类集合店内有望陆续贡献业绩；智能工厂建设稳步推进，柔性供应链建设继续深化、细化，未来自产比例有望达 80%，生产效率预计将有所提升，成本端压力预计也将有所减小；家居服务方面，大管家及星生活继续布局，家居业务逐渐开始贡献业绩，并对产品销售有一定的促进转化作用。我们认为公司未来中长期的业绩增量主要在于以下几个方面：1) 供需升级带来的中高端家纺市场拓展；2) 渠道精耕带来的主业规模增长；3) 智能工厂投产带来的常规类产品数量增加、规模增长；4) 布局不断深入的家居服务市场拓展；5) 功能性寝具市场的挖掘。2018 年以来，公司主业回暖明显，成本端压力渐弱，各项财务指标表现整体向好。目前公司加大精细化管理力度，内部经营效率提升较为明显。我们看好公司的中长期投资价值。维持“谨慎推荐”评级。

5.2 维持原盈利预测

盈利预测假设：

1) 公司主要产品套件、被芯，收入端维持相对稳定增长；公司自产比例的逐步提升，被芯、枕芯等产品将有望放量；内销市场逐步挖掘，大方睡眠业绩表现稳定。2018-2020 年，套件类产品营收增速分别是 20.29/13.82/14.91%，被芯类产品营收增速分别是

6.93/7.89/9.07%，枕芯类产品营收增速分别是 27.16/13.85/14.96%，其他产品营收增速分别是-9.80/13.77/14.86%。

2) 公司毛利率呈逐年提升态势，销售费用、管理费用率稳中有降。2018-2020 年，公司毛利率分别是 46.00/46.70/47.00%，销售费用率分别是 31.51/31.00/29.50%，管理费用率分别是 4.15/4.03/3.94%。

表 3：业务拆分预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	14.47	19.33	22.36	25.47	29.26
营收 YOY (%)	-4.67	33.69	20.00	18.00	22.00
毛利率 (%)	49.41	44.18	46.00	46.70	47.00
套件营收 (亿元)	6.32	8.18	9.84	11.20	12.87
套件营收 YOY (%)	-13.69	29.46	20.29	13.82	14.91
被芯营收 (亿元)	5.22	5.45	6.93	7.89	9.07
被芯营收 YOY (%)	0.29	4.38	27.16	13.85	14.96
枕芯营收 (亿元)	1.00	1.12	1.45	1.66	1.90
枕芯营收 YOY (%)	16.74	11.79	29.46	14.48	14.46
其他产品营收 (亿元)	1.93	4.59	4.14	4.71	5.41
其他产品营收 YOY (%)	7.53	138.43	-9.80	13.77	14.86

资料来源：财富证券

维持原盈利预测。预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 22.36/25.47/29.26 亿元，归母净利润分别是 1.33/1.72/2.26 亿元，EPS 分别是 0.17/0.22/0.29 元，对应的 PE 分别是 27.88/21.55/16.34 倍。基于行业估值以及公司业绩表现，给予公司 2018 年 30-35 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 5.10-5.95 元。

6 风险提示

项目、渠道拓展低于预期；消费疲软；原辅材料价格大幅波动。

财务预测摘要

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1446.59	1933.92	2235.85	2546.63	2926.08	成长性					
减:营业成本	731.84	1,079.45	1,196.18	1,357.35	1,550.82	营业收入增长率	-4.7%	33.7%	15.6%	13.9%	14.9%
营业税费	19.11	22.73	42.90	29.29	30.72	营业利润增长率	-40.3%	-12.9%	96.5%	34.0%	37.8%
销售费用	499.90	622.86	696.47	789.46	863.19	净利润增长率	-37.4%	-47.3%	158.6%	29.4%	31.8%
管理费用	74.03	80.11	92.79	102.63	115.29	EBITDA 增长率	-30.7%	6.3%	49.7%	25.7%	32.4%
财务费用	5.12	26.32	8.30	6.00	8.40	EBIT 增长率	-37.4%	0.2%	70.2%	31.4%	37.9%
资产减值损失	5.59	12.75	9.50	8.00	7.50	NOPLAT 增长率	-39.1%	8.5%	55.9%	33.2%	40.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.3%	18.7%	35.0%	4.9%	-0.5%
投资和汇兑收益	-	0.36	0.12	0.40	0.40	净资产增长率	9.2%	37.7%	33.7%	16.4%	16.7%
营业利润	111.00	96.63	189.84	254.31	350.55	利润率					
加:营业外净收支	12.08	1.10	0.79	1.06	1.20	毛利率	49.4%	44.2%	46.5%	46.7%	47.0%
利润总额	123.07	97.73	190.63	255.36	351.75	营业利润率	7.7%	5.0%	8.5%	10.0%	12.0%
减:所得税	23.73	16.89	38.13	48.52	60.68	净利润率	6.7%	2.7%	5.9%	6.7%	7.7%
净利润	97.27	51.26	132.56	171.55	226.13	EBITDA/营业收入	10.5%	8.4%	10.8%	11.9%	13.8%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	8.0%	6.0%	8.9%	10.2%	12.3%
货币资金	341.41	816.63	999.51	1,403.93	1,948.87	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	156	129	113	94	78
应收帐款	465.15	495.56	717.29	702.64	854.82	流动营业资本周转天数	129	117	119	126	122
应收票据	1.38	0.74	4.71	1.09	4.58	流动资产周转天数	335	333	379	409	435
预付帐款	69.45	57.93	69.97	92.97	85.36	应收帐款周转天数	114	89	98	100	96
存货	599.92	712.65	810.67	968.45	996.02	存货周转天数	131	122	123	126	121
其他流动资产	2.60	11.59	4.73	6.31	7.54	总资产周转天数	556	539	564	557	556
可供出售金融资产	24.50	24.50	17.83	22.28	21.54	投资资本周转天数	307	281	309	320	284
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.8%	2.6%	5.0%	5.5%	6.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	2.4%	4.1%	5.0%	6.0%
固定资产	661.45	719.99	684.11	648.23	612.36	ROIC	8.6%	7.4%	9.7%	9.6%	12.8%
在建工程	33.36	95.54	95.54	95.54	95.54	费用率					
无形资产	106.73	112.17	104.28	96.39	88.50	销售费用率	34.6%	32.2%	31.2%	31.0%	29.5%
其他非流动资产	189.04	253.18	193.15	140.69	142.88	管理费用率	5.1%	4.1%	4.2%	4.0%	3.9%
资产总额	2,494.99	3,300.49	3,701.79	4,178.52	4,858.00	财务费用率	0.4%	1.4%	0.4%	0.2%	0.3%
短期债务	240.80	440.51	450.00	440.00	430.00	三费/营业收入	40.0%	37.7%	35.7%	35.3%	33.7%
应付帐款	251.40	310.43	467.56	391.06	541.21	偿债能力					
应付票据	153.98	171.14	172.08	240.33	220.76	资产负债率	38.8%	36.3%	33.1%	29.9%	28.5%
其他流动负债	201.45	193.04	203.87	221.34	234.26	负债权益比	63.5%	57.1%	49.4%	42.6%	39.8%
长期借款	38.68	46.48	44.00	44.00	44.00	流动比率	1.75	1.88	2.02	2.46	2.73
其他非流动负债	82.95	37.84	49.36	56.72	47.97	速动比率	1.04	1.24	1.39	1.71	2.03
负债总额	969.26	1,199.43	1,386.87	1,393.44	1,518.21	利息保障倍数	22.69	4.42	23.87	43.38	42.73
少数股东权益	87.73	115.27	134.25	169.35	232.86	分红指标					
股本	681.49	763.26	779.76	779.76	779.76	DPS(元)	0.09	0.06	0.11	0.17	0.22
留存收益	758.51	1,224.73	1,261.00	1,307.19	1,357.24	分红比率	70.1%	89.3%	67.6%	75.7%	77.5%
股东权益	1,525.73	2,101.05	2,674.67	3,099.73	3,580.93	股息收益率	1.8%	1.2%	2.4%	3.5%	4.7%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	99.34	80.84	132.56	171.55	226.13	EPS(元)	0.12	0.07	0.17	0.22	0.29
加:折旧和摊销	60.47	85.89	43.77	43.77	43.77	BVPS(元)	1.84	2.55	3.43	3.98	4.59
资产减值准备	5.59	12.75	-	-	-	PE(X)	38.00	72.10	27.88	21.55	16.34
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.57	1.86	1.38	1.19	1.03
财务费用	6.98	24.54	8.30	6.00	8.40	P/FCF	47.89	241.48	105.99	63.95	16.97
投资收益	-	-0.36	-0.12	-0.40	-0.40	P/S	2.56	1.91	1.65	1.45	1.26
少数股东损益	2.07	29.58	19.98	35.70	64.96	EV/EBITDA	20.85	20.23	13.35	9.57	6.00
营运资金的变动	5.98	-179.80	-61.42	-108.38	-44.41	CAGR(%)	27.7%	53.3%	-0.8%	27.7%	53.3%
经营活动产生现金流量	116.48	102.07	143.07	148.24	298.45	PEG	1.37	1.35	-33.84	0.78	0.31
投资活动产生现金流量	-145.73	-320.71	6.79	-4.04	1.14	ROIC/WACC	0.88	0.76	0.99	0.98	1.32
融资活动产生现金流量	85.18	698.75	33.01	260.23	245.36	REP	2.61	2.64	1.47	1.28	0.80

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438