

原材料价格回落，盈利弹性大幅体现

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年三季报，前三季度实现营业收入 21 亿元，同比增长 26.8%，Q1/Q2/Q3 同比增速为 26.9%/19.6%/33.4%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长-23.8%，Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润 457.4 万元/3353.2 万元/7231.4 万元，同比增速为-93.2%/26.8%/127.2%。前三季度实现扣非后净利润为 1.4 亿元，同比增长 11.5%。
- **原材料价格大幅下跌，毛利率显著优化。**公司前三季度实现毛利率 30.1%，同比略降 0.6pp，但 Q3 实现毛利率 32.7%，同比提升 3.8pp。Q3 毛利率大幅优化，主要是因为原材料价格大幅下跌。公司主要的原材料为 TDI、MDI 和面料，TDI 和 MDI 占到总采购成本的 20%。三季度 TDI 均价为 2.8 万元/吨，同比下跌 18%，相对于 H1 均价也下降 15%，MDI 均价为 1.9 万元/吨，同比下跌 38%，相对 H1 均价下降约 18%，目前仍在回落趋势中。产能来看，TDI 未来三年将有万华化学 30 万吨，沙特 Sadara 20 万吨，烟台巨力 15 万吨和福建石化 20 万吨共 85 万吨新增产能投产，供给大幅增长，TDI 和 MDI 价格或继续回落，预计公司毛利率也将得到持续优化。公司 Q3 实现净利率 8.8%，同比大幅提升 3.6pp。公司加强内部管控，加上研发费用，公司 Q3 费用率 19.6%，同比下降 2.7pp，前三季度费用率为 20.7%，同比下降 0.1pp，随着海外布局扩展，未来费用率可能会有所上行。
- **人民币贬值助力，海外产能布局持续推进。**公司海外营收占比高达 84%，今年以来人民币贬值 10.9%，单 Q3 贬值约 5.4%，能有效对冲贸易战的影响。同时公司加速海外产能建设，已在塞尔维亚设立生产基地，主要供给美国市场，年产约 5000 万美元，同时公司也在美国设立恒康美国公司，设计产能为 80 万件床垫、20 万件薄垫和 30 万件枕头，预计明年可以投产，到明年中期贸易战加税的影响对公司的影响将明显降低。
- **品牌升级和渠道扩张促进内销提速。**公司今年全面升级品牌战略，推出最新的品牌口号及品牌视觉形象，进一步提升知名度和号召力。渠道方面，公司已与索菲亚签订了 1400 多家门店的合作协议，共同促进大家居战略落地，与居然之家达成战略合作，将进驻居然旗下 167 家商场。公司内销近年持续保持 50% 左右高增长，营收占比 18H1 已经达到 16.2%，随着渠道扩张落地，公司内销将会成为重要助力。
- **盈利预测与投资建议。**由于原材料 TDI 价格大幅回落，盈利弹性快速释放。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73、1.15、1.64 元，考虑到 4 季度估值切换行情，且公司未来几年处于利润快速复苏期，给予 19 年 PE20 倍，目标价 23 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；海外产能投放不及预期的风险；人民币汇率波动的风险；贸易战的不确定性对收入波动影响较大的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2338.80	2949.98	3703.79	4725.51
增长率	35.74%	26.13%	25.55%	27.59%
归属母公司净利润 (百万元)	155.85	175.79	276.48	392.75
增长率	-22.23%	12.79%	57.28%	42.06%
每股收益 EPS (元)	0.65	0.73	1.15	1.64
净资产收益率 ROE	9.93%	10.32%	14.23%	17.26%
PE	29	25	16	11
PB	2.89	2.64	2.32	1.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.40
流通 A 股(亿股)	0.82
52 周内股价区间(元)	14.8-30.91
总市值(亿元)	44.59
总资产(亿元)	28.24
每股净资产(元)	6.82

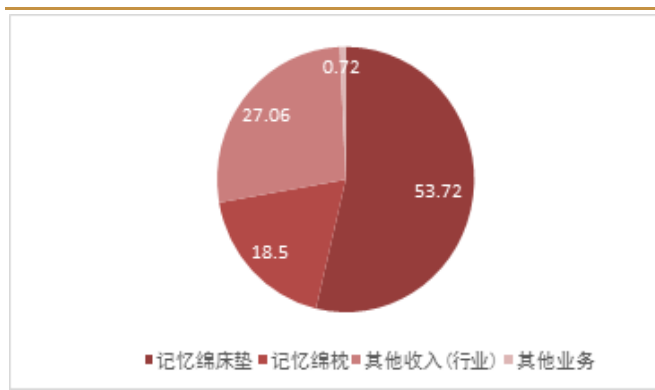
相关研究

1 记忆棉龙头海内外业务并举，盈利弹性逐步释放

梦百合家居科技股份有限公司前身为南通恒康海绵制品有限公司，成立于 2003 年 5 月，于 2016 年 10 月登陆 A 股。公司是一家专业从事记忆绵床垫等系列产品的研发、设计、生产、销售、营销的科技型企业，业务范围已覆盖中国大陆、北美、欧洲、亚洲、澳洲及非洲等地区，是国内主要的记忆绵产品生产与出口企业。近年来，公司逐步建立以“MLILY”、“Mlily 梦百合”为主的自有品牌体系，在欧美等地受到广泛好评。通过十余年的发展，公司现已有里高家具等十家控股公司，逐步形成自身的核心技术，形成多项授权保护的专利技术，并实现多项技术的科技成果转化。

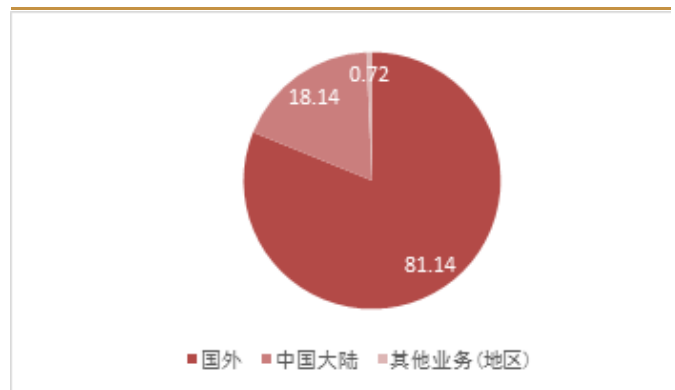
公司主营业务结构：公司主要产品包括记忆绵床垫、记忆绵枕及其他家居制品等，记忆绵床垫业务在营收中贡献最大，公司其他记忆棉产品增速较快，营收占比逐步提升。2017 年公司分业务收入中，53.7% 的收入来自记忆绵床垫，27.1% 来自其他记忆棉产品，18.5% 来自记忆绵枕，0.7% 来自其他业务；分地区收入中，81.1% 来自国外。公司境内销售收入结构以酒店合作和索菲亚等家居企业作为主，近年来多渠道拓展内销市场，2018H1 实现内销 18.1% 的营收占比，国内毛利整体高于国外。近期受原材料 TDI、MDI 价格大幅回落、人民币贬值等因素影响，毛利率得到改善，盈利弹性快速释放。

图 1：2018H1 按产品分收入结构情况(%)



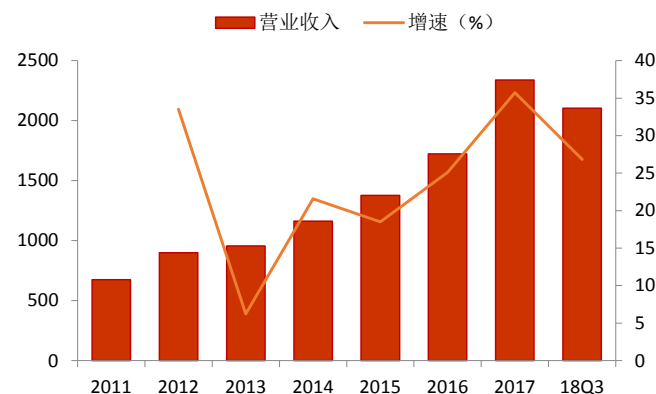
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2018H1 按地区分收入结构情况 (%)

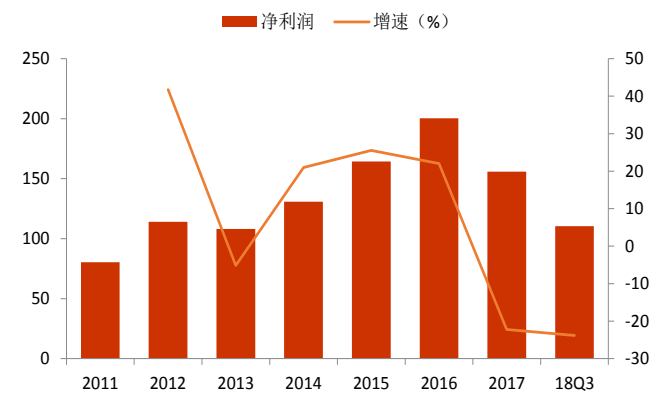


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩情况：公司抓住时代机遇，主要遵循以客户订单为依据的“以销定产”的生产模式，采取具有针对性的多样化销售模式，主要为境外记忆绵家居品牌商、贸易商、大家具卖场等提供 ODM 产品，拥有较为稳定的客户群体，目前已积累了 Walmart、Costco 等知名企业客户。大客户资源成功助力公司近年来收入、净利润的稳步增长。公司营收由 2011 年的 6.74 亿元增长到 2017 年的 23.39 亿元，年均复合增长率为 23%。归母净利润由 2011 年的 8039 万元增长到 2017 年的 1.56 亿元，年均复合增长率为 11.7%。分地区看，公司内外销收入稳定增长，美国业务体量较大，海外产能布局持续推进。未来随着国内消费者逐步接受健康睡眠理念，境内记忆绵家居制品将迎来加速发展机遇。

图 3：公司 2011 年以来营业收入（百万元）及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来归母净利润（百万元）及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：明年塞尔维亚和美国的海外产能，即 80 万件床垫、20 万件薄垫和 30 万件枕头能顺利投产，届时当前对美出口的体量有至少一半可用海外产能替代，对冲贸易战影响。

假设 2：随着 TDI/MDI 价格回落，毛利率未来几年快速修复，预计 2018-2020 年公司毛利率分别为 30.6%、33%、34.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项业务收入成本预测

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	1377.2	1723.0	2338.8	2950.0	3703.8	4725.5
yoy	18.5%	25.1%	35.7%	26.1%	25.6%	27.6%
营业成本	897.2	1144.1	1648.0	2045.9	2483.3	3113.9
毛利率	34.9%	33.6%	29.5%	30.6%	33.0%	34.1%
记忆棉床垫						
收入	826.6	1014.3	1304.0	1629.9	2053.7	2628.8
yoy	18.3%	22.7%	28.6%	25.0%	26.0%	28.0%
成本	500.3	626.3	908.6	1141.0	1376.0	1735.0
毛利率	39.5%	38.3%	30.3%	30.0%	33.0%	34.0%
记忆棉枕						
收入	395.2	382.1	443.5	487.9	561.1	673.3
yoy	9.2%	-3.3%	16.1%	10.0%	15.0%	20.0%
成本	273.2	269.8	323.0	351.3	392.8	457.8
毛利率	30.9%	29.4%	27.2%	28.0%	30.0%	32.0%
其他						

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	153.7	323.1	584.1	817.8	1063.1	1382.0
yoy	57.7%	110.3%	80.8%	40.0%	30.0%	30.0%
成本	122.4	245.1	413.8	547.9	701.6	898.3
毛利率	20.3%	24.1%	29.2%	33.0%	34.0%	35.0%
其他业务						
收入	1.8	3.6	7.2	14.4	25.9	41.4
yoy		102.8%	99.2%	100.0%	80.0%	60.0%
成本	1.2	2.9	2.6	5.8	12.9	22.8
毛利率	29.8%	18.6%	64.3%	60.0%	50.0%	45.0%

数据来源: Wind, 西南证券

由于原材料 TDI 价格大幅回落, 盈利弹性快速释放。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73、1.15、1.64 元, 考虑到 4 季度估值切换行情, 且公司未来几年处于利润快速复苏期, 给予一定估值溢价, 19 年 PE20 倍, 目标价 23 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

股票简称	证券代码	每股收益 (元)			市盈率		
		18E	19E	20E	18E	19E	20E
梦百合	603313	0.73	1.15	1.64	25	16	11
喜临门	603008	0.95	1.26	1.66	11	8	6
顾家家居	603816	2.45	3.18	4.04	18	14	11

数据来源: 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2338.80	2949.98	3703.79	4725.51	净利润	153.43	174.02	273.25	388.13
营业成本	1647.95	2045.90	2483.34	3113.92	折旧与摊销	48.73	46.84	48.99	51.38
营业税金及附加	13.65	18.85	22.99	29.62	财务费用	35.13	53.74	70.47	87.16
销售费用	282.41	383.50	492.60	637.94	资产减值损失	9.29	10.00	10.00	10.00
管理费用	198.23	238.95	307.41	392.22	经营营运资本变动	139.61	-371.05	-40.20	-351.56
财务费用	35.13	53.74	70.47	87.16	其他	-327.37	-14.97	-15.53	-16.43
资产减值损失	9.29	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	58.82	-101.42	346.98	168.68
投资收益	5.84	5.55	5.27	5.01	资本支出	-168.64	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	1.33	-0.77	0.36	1.37	其他	136.50	13.67	4.15	4.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-32.13	-26.33	-35.85	-40.60
营业利润	183.89	203.82	322.60	461.02	短期借款	297.81	542.67	24.74	326.12
其他非经营损益	-0.60	4.64	4.43	3.64	长期借款	-54.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	183.29	208.46	327.03	464.66	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	29.86	34.44	53.78	76.53	支付股利	-288.00	-34.58	-39.25	-60.53
净利润	153.43	174.02	273.25	388.13	其他	37.61	-112.34	-70.47	-87.16
少数股东损益	-2.42	-1.76	-3.23	-4.62	筹资活动现金流净额	-6.84	395.75	-84.98	178.43
归属母公司股东净利润	155.85	175.79	276.48	392.75	现金流量净额	16.75	267.99	226.14	306.52
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	617.01	885.00	1111.14	1417.65	成长能力				
应收和预付款项	469.89	562.53	713.15	906.12	销售收入增长率	35.74%	26.13%	25.55%	27.59%
存货	325.63	404.56	491.00	615.81	营业利润增长率	-18.55%	10.84%	58.27%	42.91%
其他流动资产	8.31	263.49	171.99	320.75	净利润增长率	-22.75%	13.42%	57.02%	42.04%
长期股权投资	27.48	27.48	27.48	27.48	EBITDA 增长率	5.91%	13.69%	45.22%	35.63%
投资性房地产	13.33	4.44	5.93	7.90	获利能力				
固定资产和在建工程	576.13	557.03	536.73	515.24	毛利率	29.54%	30.65%	32.95%	34.10%
无形资产和开发支出	183.50	196.28	208.11	223.76	三费率	22.05%	22.92%	23.50%	23.64%
其他非流动资产	87.40	86.87	86.35	85.82	净利率	6.56%	5.90%	7.38%	8.21%
资产总计	2308.68	2987.68	3351.88	4120.53	ROE	9.93%	10.32%	14.23%	17.26%
短期借款	337.60	880.27	905.01	1231.13	ROA	6.65%	5.82%	8.15%	9.42%
应付和预收款项	325.99	377.41	478.38	586.84	ROIC	10.31%	9.85%	12.71%	15.06%
长期借款	2.73	2.73	2.73	2.73	EBITDA/销售收入	11.45%	10.32%	11.94%	12.69%
其他负债	97.49	40.72	45.21	51.68	营运能力				
负债合计	763.82	1301.13	1431.33	1872.38	总资产周转率	1.09	1.11	1.17	1.26
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	固定资产周转率	4.85	5.99	7.83	10.46
资本公积	890.33	890.33	890.33	890.33	应收账款周转率	7.76	7.06	7.21	7.20
留存收益	403.16	544.36	781.59	1113.82	存货周转率	5.99	5.60	5.54	5.62
归属母公司股东权益	1531.23	1674.69	1911.92	2244.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.69%	—	—	—
少数股东权益	13.63	11.86	8.63	4.01	资本结构				
股东权益合计	1544.86	1686.55	1920.55	2248.15	资产负债率	33.08%	43.55%	42.70%	45.44%
负债和股东权益合计	2308.68	2987.68	3351.88	4120.53	带息债务/总负债	44.56%	67.86%	63.42%	65.90%
					流动比率	1.92	1.65	1.77	1.76
					速动比率	1.48	1.34	1.42	1.43
					股利支付率	184.79%	19.67%	14.20%	15.41%
					每股指标				
					每股收益	0.65	0.73	1.15	1.64
					每股净资产	6.44	7.03	8.00	9.37
					每股经营现金	0.25	-0.42	1.45	0.70
					每股股利	1.20	0.14	0.16	0.25
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	267.75	304.40	442.06	599.56					
PE	28.61	25.37	16.13	11.35					
PB	2.89	2.64	2.32	1.98					
PS	1.91	1.51	1.20	0.94					
EV/EBITDA	15.39	14.33	9.40	6.95					
股息率	6.46%	0.78%	0.88%	1.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn