

梦百合 (603313)

证券研究报告

2021年03月24日

床垫反倾销、反补贴终裁落地，行业竞争格局优化趋势不改

针对进口自中国的床垫反补贴终裁落地，梦百合及其他中国厂商补贴率为97.78%，与初裁结果一致。2021年3月19日，美国商务部对进口自中国的床垫作出反补贴终裁，裁定强制应诉企业梦百合家居科技股份有限公司、Kewei Furniture Co., Ltd.、宁波明辉寝具有限公司、际诺思（厦门）轻工制品有限公司以及中国其他厂商的补贴率均为97.78%。针对塞尔维亚、土耳其及东南亚五国的反倾销终裁落地，其中塞尔维亚倾销率为112.11%，较初裁提升98.46pct。2021年3月19日，美国商务部对进口自柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其和越南的床垫作出反倾销肯定性终裁，倾销率为2.22%-763.28%，其中塞尔维亚倾销率为112.11%。

2020年3月31日，美国企业Brooklyn Bedding、Corsicana Mattress Company、EliteComfort Solutions, FXI, Inc.、Innocor, Inc.、Kolcraft Enterprises, Inc.、Leggett&Platt, Inc.、the International Brotherhood of Teamsters等提交申请，对进口自柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其和越南的床垫进行反倾销调查，对进口自中国的床垫进行反补贴立案调查。2020年4月21日，美国商务部宣布立案调查。2020年5月14日，美国国际贸易委员会作出反倾销、反补贴产业损害肯定性初裁。2020年8月31日，美国商务部对进口自中国的床垫作出反补贴肯定性初裁，2020年10月28日对进口自柬埔寨等七国的床垫作出反倾销肯定性初裁。

公司前瞻性布局西班牙、美国产能，对中国反补贴终裁、东南亚反倾销终裁或加速行业竞争格局优化。公司在中国、塞尔维亚、美国、泰国、西班牙均有产能布局，其中美国、西班牙产能均不受影响。虽然美国基地人工成本高于国内，但是由于靠近终端市场，物流成本低，此外，在目前高关税壁垒、双反审查严格的局势下，不受政策影响，可以长期、稳定的供应链成为一种稀缺资源。因此，有需求的海外客户将向具备全球多国产能、风险分散的大公司集中，海外竞争格局进一步优化，公司将从中受益。

公司在欧洲市场业务增速快，借助并购打开欧洲自主品牌零售渠道。2019年欧洲市场的收入占比为27%，是公司海外市场的重要组成部分。2017年，公司收购西班牙思梦70%的股份，借此打开欧洲市场自主品牌零售市场。除西班牙外，公司在美国、法国、日本、英国、爱尔兰、澳大利亚、新西兰均有海外自主品牌授权经销商。

稳步推进自主品牌内销渠道建设。公司稳步推进3年千店计划，强化“MLILY”、“Mlily 梦百合”、“零压房”自主品牌的销售渠道建设，截至19年期末，公司共有门店646家。开拓线上线下全渠道新零售市场，线上进驻天猫、京东等主流平台，线下联手OTA平台、酒店共同升级打造“梦百合·零压房”模式；公司还与美团、携程以及碧桂园等房产开发商建立合作关系，拓展销售渠道。

盈利预测与估值：预计公司20/21/22年归母净利润分别为5.02/8.0/9.20亿元，同比增长34.31%/59.41%/15.04%，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，国际贸易摩擦加剧，国内市场拓展不及预期

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 轻工制造/家用轻工 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 33.99元 |
| 目标价格 | 元 |

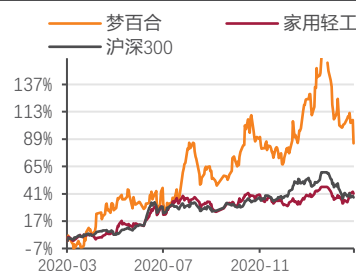
基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 375.12 |
| 流通A股股本(百万股) | 347.71 |
| A股总市值(百万元) | 12,750.18 |
| 流通A股市值(百万元) | 11,818.56 |
| 每股净资产(元) | 8.08 |
| 资产负债率(%) | 54.68 |
| 一年内最高/最低(元) | 48.95/16.76 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 范张翔 | 分析师 |
| SAC执业证书编号: S1110518080004 | |
| fanzhangxiang@tfzq.com | |
| 尉鹏洁 | 联系人 |
| weipengjie@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《梦百合-季报点评:Q3收入业绩增长亮眼，盈利能力显著提升》2020-10-27
- 2 《梦百合-半年报点评:Q2收入显著增长，看好全年业绩表现》2020-08-19
- 3 《梦百合-首次覆盖报告:产能释放进入快车道，内销和盈利能力双升》2020-05-21

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,049.47 | 3,831.59 | 5,688.04 | 7,218.63 | 8,590.61 |
| 增长率(%) | 30.39 | 25.65 | 48.45 | 26.91 | 19.01 |
| EBITDA(百万元) | 375.53 | 720.21 | 707.48 | 1,085.77 | 1,218.70 |
| 净利润(百万元) | 186.07 | 373.68 | 501.89 | 800.05 | 920.37 |
| 增长率(%) | 19.39 | 100.82 | 34.31 | 59.41 | 15.04 |
| EPS(元/股) | 0.50 | 1.00 | 1.45 | 2.32 | 2.66 |
| 市盈率(P/E) | 68.52 | 34.12 | 23.40 | 14.68 | 12.76 |
| 市净率(P/B) | 6.88 | 5.46 | 4.30 | 3.51 | 2.84 |
| 市销率(P/S) | 4.18 | 3.33 | 2.06 | 1.63 | 1.37 |
| EV/EBITDA | 13.00 | 10.51 | 16.81 | 10.68 | 8.93 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 1：美国对中国等八国的反倾销、反补贴初裁及终裁税率

| 国家 | 出口商/生产商 | 2020 年初裁税率 | 2021 年终裁税率 |
|-------|---|------------|------------|
| 中国 | 梦百合家居科技股份有限公司 Kewei Furniture Co., Ltd. | 97.78% | 97.78% |
| | 宁波明辉寝具有限公司 | | |
| | 际诺思（厦门）轻工制品有限公司 | | |
| | 其他生产商/出口商 | | |
| 柬埔寨 | Best Mattresses International Company Limited/ Rose Lion Furniture International 其他生产商/出口商 | 252.74% | 45.34% |
| 印度尼西亚 | PT Zinus Global Indonesia 其他生产商/出口商 | 2.61% | 2.22% |
| 马来西亚 | Delandis Furniture (M) Sdn Bhd. | 42.92% | 42.92% |
| | Far East Foam Industries Sdn Bhd. | | |
| | Vision Foam Ind. Sdn Bhd. | | |
| | 其他生产商/出口商 | | |
| 塞尔维亚 | Healthcare Europe DOO Ruma 其他生产商/出口商 | 13.65% | 112.11% |
| 泰国 | Nisco (Thailand) Co., Ltd. | 763.28% | 763.28% |
| | Saffron Living Co. | | 37.48% |
| | 其他生产商/出口商 | 572.56% | 37.48% |
| 土耳其 | BRN Yatak Baza Ev Tekstili Insaat Sanayi Ticaret A.S. 其他生产商/出口商 | 20.03% | 20.03% |
| 越南 | Wanek Furniture Co., Ltd./Millennium Furniture Co., Ltd./Comfort Bedding Company Limited 其他采用单独税率的公司 | 190.79% | 144.92% |
| | Vietnam Glory Home Furnishings Co., Ltd./Glory (Viet Nam) Industry Co., Ltd. | 989.90% | 668.38% |
| | 其他生产商/出口商 | | |

资料来源：美国商务部，中国贸易救济信息网，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,061.20 | 810.71 | 1,137.61 | 1,443.73 | 1,718.12 |
| 应收票据及应收账款 | 567.92 | 791.10 | 968.29 | 983.84 | 1,339.31 |
| 预付账款 | 47.31 | 81.29 | 88.47 | 135.44 | 144.22 |
| 存货 | 368.10 | 741.78 | 575.98 | 1,251.47 | 853.74 |
| 其他 | 57.87 | 183.47 | 115.46 | 201.89 | 192.03 |
| 流动资产合计 | 2,102.40 | 2,608.34 | 2,885.80 | 4,016.37 | 4,247.42 |
| 长期股权投资 | 50.25 | 49.24 | 49.24 | 49.24 | 49.24 |
| 固定资产 | 725.91 | 1,091.96 | 1,226.43 | 1,314.00 | 1,360.44 |
| 在建工程 | 137.09 | 389.37 | 269.62 | 209.77 | 155.86 |
| 无形资产 | 129.68 | 178.16 | 169.71 | 161.25 | 152.80 |
| 其他 | 230.53 | 302.70 | 180.26 | 197.94 | 210.91 |
| 非流动资产合计 | 1,273.45 | 2,011.44 | 1,895.25 | 1,932.20 | 1,929.25 |
| 资产总计 | 3,375.85 | 4,619.78 | 4,781.06 | 5,948.58 | 6,176.67 |
| 短期借款 | 673.66 | 999.37 | 985.29 | 903.83 | 423.49 |
| 应付票据及应付账款 | 331.33 | 503.58 | 564.59 | 913.41 | 893.93 |
| 其他 | 107.28 | 515.55 | 208.09 | 409.42 | 332.16 |
| 流动负债合计 | 1,112.27 | 2,018.50 | 1,757.97 | 2,226.66 | 1,649.58 |
| 长期借款 | 0.00 | 4.74 | 8.11 | 0.00 | 14.44 |
| 应付债券 | 362.53 | 176.39 | 179.64 | 239.52 | 198.52 |
| 其他 | 15.92 | 16.31 | 17.32 | 16.52 | 16.72 |
| 非流动负债合计 | 378.46 | 197.44 | 205.07 | 256.04 | 229.67 |
| 负债合计 | 1,490.72 | 2,215.94 | 1,963.04 | 2,482.70 | 1,879.25 |
| 少数股东权益 | 30.63 | 69.77 | 83.72 | 119.21 | 156.32 |
| 股本 | 240.00 | 333.59 | 345.51 | 345.51 | 345.51 |
| 资本公积 | 890.27 | 1,110.51 | 1,110.51 | 1,110.51 | 1,110.51 |
| 留存收益 | 1,479.50 | 1,975.20 | 2,388.79 | 3,001.16 | 3,795.59 |
| 其他 | (755.27) | (1,085.22) | (1,110.51) | (1,110.51) | (1,110.51) |
| 股东权益合计 | 1,885.13 | 2,403.84 | 2,818.02 | 3,465.88 | 4,297.42 |
| 负债和股东权益总计 | 3,375.85 | 4,619.78 | 4,781.06 | 5,948.58 | 6,176.67 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 196.65 | 392.21 | 501.89 | 800.05 | 920.37 |
| 折旧摊销 | 58.63 | 109.07 | 53.74 | 60.73 | 65.93 |
| 财务费用 | 4.42 | 31.12 | 44.89 | 40.07 | 23.64 |
| 投资损失 | 32.49 | 23.16 | 16.60 | 16.60 | 16.60 |
| 营运资金变动 | (185.03) | (598.97) | 104.37 | (317.41) | (109.06) |
| 其它 | 67.87 | 173.21 | 16.15 | 40.57 | 34.49 |
| 经营活动现金流 | 175.04 | 129.79 | 737.64 | 640.61 | 951.97 |
| 资本支出 | 372.23 | 773.00 | 58.99 | 80.80 | 49.80 |
| 长期投资 | 22.77 | (1.01) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (899.10) | (1,711.24) | (135.60) | (177.40) | (116.41) |
| 投资活动现金流 | (504.09) | (939.25) | (76.60) | (96.60) | (66.60) |
| 债权融资 | 1,038.55 | 1,481.19 | 1,294.34 | 1,284.81 | 824.27 |
| 股权融资 | 133.70 | 174.44 | (58.25) | (40.07) | (23.64) |
| 其他 | (404.32) | (1,115.43) | (1,570.23) | (1,482.63) | (1,411.59) |
| 筹资活动现金流 | 767.93 | 540.21 | (334.13) | (237.89) | (610.97) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 438.88 | (269.25) | 326.90 | 306.12 | 274.40 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 3,049.47 | 3,831.59 | 5,688.04 | 7,218.63 | 8,590.61 |
| 营业成本 | 2,071.12 | 2,309.65 | 3,439.58 | 4,573.91 | 5,448.28 |
| 营业税金及附加 | 12.70 | 21.47 | 29.59 | 36.02 | 45.23 |
| 营业费用 | 401.06 | 624.53 | 1,080.73 | 1,035.56 | 1,286.39 |
| 管理费用 | 160.42 | 224.72 | 369.72 | 422.29 | 502.55 |
| 研发费用 | 88.85 | 101.23 | 99.54 | 113.69 | 135.30 |
| 财务费用 | 3.50 | 29.66 | 44.89 | 40.07 | 23.64 |
| 资产减值损失 | 20.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | (28.36) | 15.23 | 1.46 | 4.48 | (3.48) |
| 投资净收益 | (32.49) | (23.16) | (16.60) | (16.60) | (16.60) |
| 其他 | 110.92 | 32.26 | 30.28 | 24.24 | 40.16 |
| 营业利润 | 241.75 | 496.00 | 608.85 | 984.97 | 1,129.14 |
| 营业外收入 | 1.03 | 0.78 | 0.95 | 0.92 | 0.88 |
| 营业外支出 | 1.07 | 3.46 | 2.06 | 2.20 | 2.57 |
| 利润总额 | 241.71 | 493.32 | 607.74 | 983.69 | 1,127.45 |
| 所得税 | 45.05 | 101.11 | 91.16 | 147.55 | 169.12 |
| 净利润 | 196.65 | 392.21 | 516.58 | 836.14 | 958.33 |
| 少数股东损益 | 10.58 | 18.53 | 14.69 | 36.09 | 37.96 |
| 归属于母公司净利润 | 186.07 | 373.68 | 501.89 | 800.05 | 920.37 |
| 每股收益(元) | 0.50 | 1.00 | 1.45 | 2.32 | 2.66 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 30.39% | 25.65% | 48.45% | 26.91% | 19.01% |
| 营业利润 | 31.46% | 105.17% | 22.75% | 61.78% | 14.64% |
| 归属于母公司净利润 | 19.39% | 100.82% | 34.31% | 59.41% | 15.04% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 32.08% | 39.72% | 39.53% | 36.64% | 36.58% |
| 净利率 | 6.10% | 9.75% | 8.82% | 11.08% | 10.71% |
| ROE | 10.03% | 16.01% | 18.36% | 23.91% | 22.23% |
| ROIC | 16.25% | 24.69% | 19.41% | 30.19% | 30.62% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 44.16% | 47.97% | 41.06% | 41.74% | 30.42% |
| 净负债率 | -1.20% | 27.89% | 5.56% | -4.59% | -20.80% |
| 流动比率 | 1.89 | 1.29 | 1.64 | 1.80 | 2.57 |
| 速动比率 | 1.56 | 0.92 | 1.31 | 1.24 | 2.06 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 6.37 | 5.64 | 6.47 | 7.40 | 7.40 |
| 存货周转率 | 8.79 | 6.90 | 8.63 | 7.90 | 8.16 |
| 总资产周转率 | 1.07 | 0.96 | 1.21 | 1.35 | 1.42 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.50 | 1.00 | 1.45 | 2.32 | 2.66 |
| 每股经营现金流 | 0.47 | 0.35 | 1.97 | 1.71 | 2.54 |
| 每股净资产 | 4.94 | 6.22 | 7.91 | 9.69 | 11.99 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 68.52 | 34.12 | 23.40 | 14.68 | 12.76 |
| 市净率 | 6.88 | 5.46 | 4.30 | 3.51 | 2.84 |
| EV/EBITDA | 13.00 | 10.51 | 16.81 | 10.68 | 8.93 |
| EV/EBIT | 15.09 | 11.77 | 18.20 | 11.31 | 9.44 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |