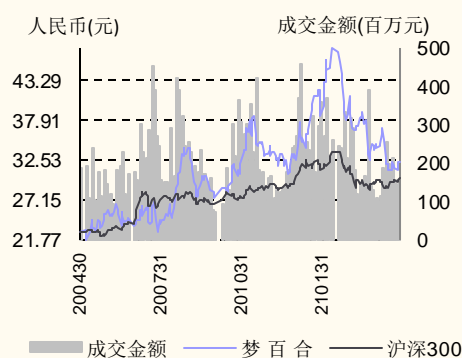


市场价格 (人民币): 28.86 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.75
已上市流通 A 股(亿股)	3.48
总市值(亿元)	108.26
年内股价最高最低(元)	47.68/21.77
沪深 300 指数	5123
上证指数	3447



相关报告

- 《零压梦之所向，百合迎来绽放-梦百合深度报告》，2020.12.23

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

压制因素逐渐消散，拐点有望在 Q2 出现

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,832	6,530	9,589	11,937	14,607
营业收入增长率	25.65%	70.43%	46.84%	24.49%	22.37%
归母净利润(百万元)	374	379	565	783	1,060
归母净利润增长率	100.82%	1.31%	49.19%	38.60%	35.36%
摊薄每股收益(元)	1.120	1.011	1.506	2.087	2.825
每股经营性现金流净额	0.27	1.44	2.45	2.54	3.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.01%	10.64%	14.31%	17.72%	20.97%
P/E	18.85	32.06	19.17	13.83	10.22
P/B	3.02	3.41	2.74	2.45	2.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月29日公司发布2020年报及2021年一季报，2020年公司实现营收65.3亿元，同比+70.4%；归母净利润为3.8亿元，同比+1.3%。其中4Q营收同比+68%，归母净利润同比-70.8%。2020年分红方案为每10股转增3股并派现3.50元(含税)。此外，公司2021Q1营收和归母净利润分别同比+78.5%/-31.2%至18.9亿元/5527万元，整体业绩阶段性承压。

经营分析

- 外销持续高增，Q1内销显现积极信号：**2020年公司内生营收同比+33.9%至51.3亿，其中内生外销/内销收入分别同比+30.9%/14.9%至40.4/8.1亿元，海外需求景气度持续上行驱动外销持续高增。分渠道来看，2020年直营/经销/线上分别同比+719.2%/+59.5%/142.7%，其中国内直营/经销营收分别同比+54.0%/+59.5%至0.6/2.6亿元。2021Q1内生营收同比+47%至13.8亿元，其中内生外销/内销分别同比+32.4%/113.4%至10.7/2.4亿元，此外并购的MOR营收5.2亿，同比+309.4%，运行越发顺畅。最为关键的是2021Q1内销显现积极信号，其中直营店/加盟店营收与2019Q1相比分别+67%/+254%，并且21Q1末梦百合国内直营/经销门店较20年底分别净增9/56家至73/612家，今年目标新增800家门店，目前进展顺利。
- 毛利率阶段承压，冲击短期盈利：**公司20年/21Q1整体毛利率分别同比-5.4/-8.8pct至34.2%/28.9%，除会计政策变更影响外主要由于20Q4与21Q1原材料大幅上涨，而公司提价落地滞后所致。费用率方面，20全年/21Q1整体期间费用率分别同比+0.5pct/+0.1pct至26.1%/26.8%，其中销售费用率分别同比-2.8pct/-3pct至13.5%/14.7%，主要由于会计政策变更，而财务费用率分别同比+3.1pct/+1.5pct至3.8%/2.5%，一方面是由于汇兑损益影响(20年损失1.1亿元)，另外一方面由于MOR支付6944万元应收款手续费，此外管理费用率(含研发)分别+0.2pct/+1.6pct至8.7%/9.6%，主要由于海外工厂处于起步阶段，刚性费用较大，规模效应还未显现。
- 规模增长驱动力充足，盈利能力有望逐季改善：**内销渠道加速扩张+外销受益海外需求景气与出口格局优化，公司整体规模增长驱动力充足。并且多重利润压制因素也正逐渐消失，原材料方面，我们依然维持不具备持续大涨基础的判断，目前价格已逐渐开始回落(4月MDI/TDI/聚醚分别较3月高点下降25%/24%/9%)，在此基础上，公司4月再次进行产品提价，二季度起毛利率有望迎来趋势上行。海外产能爬坡方面，随着美东、西工厂管理人员调整后叠加外部不可抗力因素消散，产能有望迎来加速爬坡，整体制造效率也有望逐步提升。整体来看，随着原材料与海外产能两个主要压制因素较好解决后，公司整体盈利能力将有望逐季改善。

投资建议

- 考虑公司受原材料涨价及海外产能爬坡较缓影响，我们将2021-2022年EPS分别下调30.3%/23.3%至1.51/2.09元，并预计2023年EPS为2.83元，当前股价对应PE分别为19、14和10倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 国内外疫情反复；贸易战升级；原材料价格大幅提升。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,049	3,832	6,530	9,589	11,937	14,607
增长率		25.6%	70.4%	50.8%	24.6%	22.4%
主营业务成本	-2,071	-2,310	-4,315	-6,592	-8,141	-9,989
%销售收入	67.9%	60.3%	66.1%	66.9%	66.4%	66.5%
毛利	978	1,522	2,215	3,185	4,034	4,915
%销售收入	32.1%	39.7%	33.9%	33.1%	33.6%	33.5%
营业税金及附加	-13	-21	-24	-54	-69	-84
%销售收入	0.4%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-401	-625	-882	-1,418	-1,754	-2,102
%销售收入	13.2%	16.3%	13.5%	14.4%	14.3%	14.0%
管理费用	-160	-225	-461	-749	-896	-1,036
%销售收入	5.3%	5.9%	7.1%	7.6%	7.3%	6.9%
研发费用	-89	-101	-110	-197	-245	-285
%销售收入	2.9%	2.6%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	315	550	739	840	1,163	1,519
%销售收入	10.3%	14.4%	11.3%	8.5%	9.5%	10.1%
财务费用	-4	-30	-250	-37	-70	-82
%销售收入	0.1%	0.8%	3.8%	0.4%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-20	-39	42	0	0	0
公允价值变动收益	-28	15	26	21	0	0
投资收益	-32	-23	8	-10	-20	0
%税前利润	n.a	n.a	1.6%	n.a	n.a	0.0%
营业利润	242	496	515	813	1,073	1,437
营业利润率	7.9%	12.9%	7.9%	8.3%	8.7%	9.6%
营业外收支	0	-3	-41	-20	20	20
税前利润	242	493	475	793	1,093	1,457
利润率	7.9%	12.9%	7.3%	8.1%	8.9%	9.7%
所得税	-45	-101	-58	-156	-219	-291
所得税率	18.6%	20.5%	12.2%	19.7%	20.0%	20.0%
净利润	197	392	417	637	875	1,166
少数股东损益	11	19	38	74	89	102
归属于母公司的净利润	186	374	379	565	783	1,060
净利率	6.1%	9.8%	5.8%	5.7%	6.4%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	197	392	417	637	875	1,166
少数股东损益	11	19	38	74	89	102
非现金支出	79	109	197	227	267	298
非经营收益	59	41	106	63	123	125
营运资金变动	-160	-452	-182	60	-198	-220
经营活动现金净流	175	90	538	986	1,067	1,369
资本开支	-416	-780	-886	-1,181	-1,040	-1,040
投资	-30	-111	-442	-29	0	0
其他	-58	-48	23	-10	-20	0
投资活动现金净流	-504	-939	-1,305	-1,220	-1,060	-1,040
股权募资	7	21	693	52	0	0
债权募资	779	630	548	1,217	964	617
其他	-20	-76	-262	-317	-436	-569
筹资活动现金净流	766	576	979	951	527	48
现金净流量	437	-273	211	717	534	376

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,061	811	1,071	1,788	2,322	2,698
应收款项	617	891	1,102	1,457	1,798	2,242
存货	368	742	1,368	1,607	1,896	2,189
其他流动资产	56	165	309	377	424	479
流动资产	2,102	2,608	3,850	5,229	6,439	7,609
%总资产	62.3%	56.5%	54.4%	55.6%	56.4%	57.0%
长期投资	162	200	280	290	290	290
固定资产	863	1,481	2,180	3,126	3,930	4,697
%总资产	25.6%	32.1%	30.8%	33.2%	34.5%	35.2%
无形资产	202	304	633	651	639	635
非流动资产	1,273	2,011	3,226	4,176	4,969	5,731
%总资产	37.7%	43.5%	45.6%	44.4%	43.6%	43.0%
资产总计	3,376	4,620	7,076	9,405	11,408	13,340
短期借款	676	1,300	1,331	2,749	3,764	4,431
应付款项	342	570	986	1,498	1,850	2,269
其他流动负债	94	148	366	536	662	816
流动负债	1,112	2,019	2,683	4,784	6,276	7,516
长期贷款	0	5	593	393	343	293
其他长期负债	378	193	106	72	72	73
负债	1,491	2,216	3,383	5,249	6,691	7,882
普通股股东权益	1,855	2,334	3,557	3,947	4,418	5,056
其中：股本	240	334	374	413	413	413
未分配利润	486	729	1,082	1,420	1,892	2,530
少数股东权益	31	70	137	210	299	402
负债股东权益合计	3,376	4,620	7,076	9,405	11,408	13,340

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.775	1.120	1.011	1.503	2.094	2.835
每股净资产	7.727	6.997	9.500	10.523	11.775	13.470
每股经营现金净流	0.729	0.271	1.436	2.390	2.586	3.317
每股股利	0.000	0.400	0.000	0.546	0.761	1.031
回报率						
净资产收益率	10.03%	16.01%	10.64%	14.28%	17.78%	21.03%
总资产收益率	5.51%	8.09%	5.35%	5.99%	6.88%	7.97%
投入资本收益率	8.77%	11.23%	11.43%	9.21%	10.52%	11.91%
增长率						
主营业务收入增长率	30.39%	25.65%	70.43%	50.83%	24.55%	22.41%
EBIT增长率	60.42%	74.42%	34.31%	13.69%	38.50%	30.60%
净利润增长率	19.39%	100.82%	1.31%	48.87%	39.34%	35.39%
总资产增长率	46.22%	36.85%	53.16%	32.92%	21.30%	16.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.1	64.7	50.0	48.0	48.0	49.0
存货周转天数	61.1	87.7	89.2	89.0	85.0	80.0
应付账款周转天数	52.6	64.4	60.0	78.0	78.0	78.0
固定资产周转天数	86.9	104.0	96.5	80.5	73.7	66.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.20%	27.89%	22.42%	31.02%	36.46%	35.93%
EBIT利息保障倍数	90.0	18.5	3.0	22.5	16.7	18.5
资产负债率	44.16%	47.97%	47.80%	55.81%	58.65%	59.09%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	9	14	28
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

单击此处输入文字。

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-12-23	买入	30.67	44.00~44.00

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402