

梦百合(603313)

报告日期: 2021年4月30日

点评报告

行业公司研究—其他轻工制造II行业一

证券研究报告

多重不利因素拖累利润，看好内外销齐发力

—梦百合点评报告

✎ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 ☎ 联系人: 傅嘉成
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 20 年报&21 年一季报: 20 年实现收入 65.30 亿 (+70.43%), 归母净利润 3.79 亿 (+1.31%); 20Q4 单季度公司实现收入 20.04 亿 (+67.99%), 归母净利润 0.33 亿 (-70.82%), 扣非净利 0.12 亿 (-86.96%); 21 年 Q1 实现收入 18.89 亿 (+78.52%), 归母净利润 0.55 亿 (-31.16%), 扣非归母净利润 0.19 亿 (-77.78)。利润表现受到海外疫情影响建厂进度、原材料价格攀升、汇兑亏损等多重不利因素影响。

2020 年 MOR 并表贡献收入约 14.99 亿 (其中 20Q4 约 5 亿)、利润约 0.26 亿, 21Q1 贡献营收约 5.2 亿 (20Q1 为 1.2 亿)、利润约 0.12 亿。剔除并表因素估算 20 年内生收入增长约 31%、利润下滑 5%; 20Q4 内生收入+25~30%, 21Q1 内生收入增长约+45~50%, 产能爬坡后增长环比向上。

投资要点

□ 反倾销优化 ODM 格局+公司产能持续爬坡, 美国订单有望延续高增

需求端, 20H2 开始海外房地产市场、家具需求迅速恢复, 20Q4、21Q1 我国家具出口需求旺盛, 20Q4 和 21Q1 家具及其零件出口金额分别同比增长 33.52%、70% (21Q1vs19Q1+31%), 结合美国地产数据&积压订单情况, 我们判断外销业务景气有望延续至 21 年下半年。**供给端**, 伴随第二轮反倾销终裁落地, 21 年对美出口床垫产能供给端的缩减不可避免, 按目前梦百合在美国东/西岸以及西班牙工厂的产能扩建节奏, 预计到年底可对美出口产能有望达到 30 亿人民币以上, 区位优势将给公司带来更多客户的订单, 持续看好公司 ODM 外销业务 21 年的高景气。

□ 提价对冲原材料价格波动, 后续盈利能力有望修复

20 年上半年受益于 TDI/MDI 价格持续低位公司盈利有较好兑现, 但 Q3 开始原材料价格持续攀升, 截止 4 月 29 日 TDI/MDI 吨价分别为 14550 元/18100 元, 同比分别+54.8%/+57.4%, 对公司 20Q4 至 21Q1 的盈利能力造成一定负面影响。然而, TDI/MDI 价格已经出现回落趋势, 21Q1 高点分别 19300 元/26800 元, 现价高点已经分别回落 24.6%/32.5%, 后续公司成本端压力有望缓解。公司: (1) 公司自 3 月开始落实产品 12%涨价措施, 根据我们测算该提价幅度可覆盖当前原材料涨幅下带来的成本抬升, 后续 3 个季度的盈利能力有望逐步修复; (2) 公司通过全球比价进行原料采购, 平滑国内原料涨价压力。

□ 中长期仍然看好公司国内零售自主品牌发力+电动床新品贡献增量

(1) **国内零售**: 公司注重消费者记忆棉床垫使用习惯培育, 并通过全渠道推广提升品牌认知度, 20 年自主品牌直营/加盟/线上/新业务分别实现收入 0.56 亿 (+54%) /1.31 亿 (+57.64%) /1.13 亿 (+48.92%) /0.54 亿 (-28.59%), 疫情背景下, 公司恒旅酒店零压房推进受阻。21 年 Q1 自主品牌直营/加盟/线上/新业务分别实现收入 0.16 亿 (+168%) /0.43 亿 (+244%) /0.25 亿 (-7.22%) /0.1 亿 (+62.44%)。20 年底 Mlily+朗乐福合计门店数量达 831 家 (+253 家), 其中

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥ 28.86

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.17
4Q/2020	0.11
3Q/2020	0.60
2Q/2020	0.22



公司简介

公司是记忆棉床垫、枕头赛道龙头, 以 ODM 业务为主, 近年来自主品牌逐渐发力, 并延伸电动床等新品类。

相关报告

- 1 《【浙商轻工】梦百合更新深度: 内销市场发力, 海外格局重塑产能布局占先机》2021.02.05
- 2 《【浙商轻工】梦百合: 反倾销税率初步裁定, 公司产能区位优势突出有望受益格局优化》2020.11.03
- 3 《【浙商轻工】梦百合: Q3 内生增长强劲, 看好反倾销落地后订单景气》2020.10.27

报告撰写人: 马莉、史凡可
 联系人: 傅嘉成

Mlily 经销店 556 家 (+229 家)、直营店 64 家 (+12 家)，21 年下半年公司门店数量有望突破 1000 家。

(2) **分品类拆分**: 20 年公司床垫/枕头/电动床/沙发分别实现收入 30.81 亿 (+47.67%) / 5.64 亿 (+14.15%) / 6.6 亿 (+64%) / 沙发 9.75 亿 (+280%，主要系 MOR 并表增加较多)。公司积极布局智能电动床新品类，伴随泰国工厂产能释放持续高增，20 年销量达到 41.64 万张 (+66.22%)，看好 21 年持续发力。

□ 原料涨价拖累毛利率，汇兑大幅增长，经营现金流表现靓丽

(1) **盈利能力指标**: 公司 20 年综合毛利率同比下滑 5.8pct 至 33.92%，主要系会计政策变化运输费结算至营业成本，以及 20H2 起原材料价格上涨幅度较大所致。期间费用率同增加 0.49pct 至 26.07%，其中销售费用率同减 2.8pct 至 13.50%，销售渠道费用投入逐渐转向 C 端；管理+研发费用率同增 0.23pct 至 8.74%，主要系海外基地建设相关成本增长；财务费用率同增 3.06pct 至 3.83%，系汇兑损益增加及新并购公司美国 MOR 支付大额应收款手续费所致。公司 21Q1 单季度毛利率 28.91% (-5.01pct)，单 Q1 期间费用率合计 26.75% (+0.08pct)。综合来看 20 年全年公司归母净利率 5.8%，同减 3.8pct；21 年 Q1 公司归母净利率 3%，同减 4.65pct，

(2) **汇率波动**: Q3 以来人民币持续升值，12.31 较 6.30 升值幅度达 7.7%，给公司带来了 1.05 亿汇兑亏损 (19 年为收益 0.12 亿)，剔除此影响估算公司 20 年归母净利增长可达 26.5%。

(3) **营运能力指标**: 截至期末存货 13.70 亿，较期初增加 6.3 亿，存货周转天数较去年同期增加 1.49 天至 87.99 天；应收账款及票据较 19 年增加 2.06 亿至 9.97 亿，应收账款周转天数较去年同期减少 14.51 天至 49.29 天；综合来看，期内公司经营现金流净额 5.83 亿 (+348.46%)，表现亮眼。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年实现收入 90.65、113.71 亿和 140.47 亿元，同比增长 38.82%、25.44%和 23.53%；归母净利润 6.29、8.36 和 10.42 亿元，同比增长 66.13%、32.96%和 24.67%。对应 PE 为 17.21X/12.95X/10.38X。考虑到公司海外产能布局、零售渠道整合和国内零售业务高速发展，维持“买入”评级。

□ **风险提示**: 海外疫情恢复不达预期，原材料价格大幅上升

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	6530.13	9065.02	11371.47	14046.64
(+/-)	70.43%	38.82%	25.44%	23.53%
净利润	378.59	628.93	836.21	1042.46
(+/-)	1.31%	66.13%	32.96%	24.67%
每股收益 (元)	1.12	1.82	2.42	3.02
P/E	28.60	17.21	12.95	10.38

图 1：梦百合收入拆分一览

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020
分产品							
床垫							
收入	826.61	1014.27	1303.95	1690.83	2086.43	1140.59	3081.12
YOY		5.8%	21.9%	20.1%	23%	40.51%	47.67%
占比	60.0%	58.9%	55.8%	55.4%	54.5%	48.0%	47.2%
毛利率	39.47%	38.25%	30.32%	32.23%	39.88%	41.17%	32.65%
销量(百万件)	2.08	2.54	3.06	3.74	4.37		6.28
单价(元/件)	398.12	399.37	426.70	452.23	477.93		490.60
YOY		0.3%	6.8%	6.0%	5.7%		2.7%
枕头							
收入	395.18	382.09	443.54	466.19	494.39	229.72	564.37
YOY		-3.3%	16.1%	5.1%	6.0%	3.10%	14.15%
占比	28.7%	22.2%	19.0%	15.3%	12.9%	9.7%	8.6%
毛利率	30.86%	29.40%	27.19%	26.87%	36.50%	40.07%	28.10%
沙发							
收入	103.92	228.31	211.64	237.38	256.66	312.26	975.01
YOY		119.7%	-7.3%	12.2%	8.1%	101.16%	279.88%
占比	7.5%	13.3%	9.0%	7.8%	6.7%	13.2%	14.9%
毛利率			22.90%	24.18%	28.32%	31.97%	35.29%
电动床							
收入			133.26	231.59	402.39	257.69	658.99
YOY				73.8%	73.8%	99.15%	63.77%
占比			5.7%	7.6%	10.5%	10.9%	10.1%
毛利率			28.68%	30.13%	35.16%	33.45%	34.70%
销量(百万件)			0.08	0.15	0.25		0.42
单价(元/件)			1641.17	1541.88	1606.35		1582.59
YOY				-6.1%	4.2%		-1.5%
其他							
收入	153.65	323.06	584.12	406.02	551.26	433.85	550.41
YOY		110.3%	80.8%	-30.5%	35.8%	75.00%	-0.15%
占比	11.2%	18.7%	25.0%	13.3%	14.4%	18.3%	8.4%
毛利率	20.34%	24.14%	29.15%	42.37%	49.42%	-26.87%	35.39%
分区域							
外销							
收入	1201.36	1448.83	1911.75	2517.27	3086.90	2070.67	5544.93
YOY	13.19%	20.60%	31.95%	31.67%	22.63%	57.25%	79.63%
占比	87.23%	84.09%	81.74%	82.55%	80.56%	87.22%	84.91%
毛利率	34.28%	31.68%	26.47%	29.77%	38.59%	38.71%	34.50%
其中：MOR收入						445.70	1499.27
剔除MOR收入						1624.97	4045.66
内生YOY						23.40%	31.06%
内销							
收入	175.86	274.21	427.05	532.20	744.69	303.44	809.18
YOY	79.50%	55.93%	55.74%	24.62%	39.93%	21.24%	8.66%
占比	12.77%	15.91%	18.26%	17.45%	19.44%	12.78%	12.39%
毛利率	38.91%	44.08%	42.94%	42.77%	43.70%	44.12%	31.96%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：梦百合季度财务数据一览

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业总收入	787.12	793.08	1,058.58	1,192.81	1,058.12	1,357.90	2,110.33	2,003.78	1,889.00
YOY	28.78%	18.06%	28.88%	26.21%	34.43%	71.22%	99.36%	67.99%	78.52%
归母净利润	75.35	75.08	110.04	113.20	80.28	74.50	190.77	33.03	55.27
YOY	1547.30%	123.91%	52.17%	49.63%	6.54%	-0.77%	73.36%	-70.82%	-31.16%
扣非归母净利润	48.93	88.41	131.94	92.01	84.46	79.25	174.59	11.62	18.77
YOY	-4170.99%	56.93%	64.73%	2.16%	72.62%	-10.36%	32.32%	-87.37%	-77.78%
毛利率	34.09%	40.68%	36.43%	45.72%	37.68%	40.88%	43.06%	17.57%	28.91%
期间费用率	24.64%	25.17%	18.26%	32.97%	26.67%	31.79%	30.94%	16.76%	26.75%
其中：销售费用	90.19	127.54	133.72	273.07	187.01	262.48	393.46	38.58	276.95
销售费用率	11.46%	16.08%	12.63%	22.89%	17.67%	19.33%	18.64%	1.93%	14.66%
其中：管理费用	45.42	64.38	47.92	67.00	65.69	110.68	116.96	167.26	150.12
研发费用	19.18	19.50	28.76	33.80	18.48	22.98	37.63	31.07	30.46
管理+研发费用率	8.21%	10.58%	7.24%	8.45%	7.95%	9.84%	7.33%	9.90%	9.56%
其中：财务费用	39.12	-11.80	-17.05	19.39	10.99	35.52	104.92	98.86	47.80
财务费用率	4.97%	-1.49%	-1.61%	1.63%	1.04%	2.62%	4.97%	4.93%	2.53%
归母净利率	9.57%	9.47%	10.40%	9.49%	7.59%	5.49%	9.04%	1.65%	2.93%
存货	383.25	473.30	540.40	741.78	1,034.10	1,058.71	1,146.60	1,367.75	1,579.36
较上年同期增减	73.13	134.82	158.41	373.68	650.85	585.41	606.20	625.97	545.26
应收票据	0.00	0.90	0.92	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	-3.79	0.70	0.71	-0.90	0.00	-0.90	-0.92	0.00	0.00
应收账款	498.78	552.04	644.41	791.10	744.81	720.29	1,044.51	997.20	1,166.64
较上年同期增减	175.74	123.91	171.15	224.07	246.02	168.24	400.10	206.10	421.83
应付账款及应付票据	234.06	327.91	387.28	503.58	649.19	678.35	944.08	933.92	1,090.28
较上年同期增减	14.41	96.53	126.65	172.25	415.13	350.44	556.80	430.34	441.08
预收账款	18.34	21.06	44.10	60.04	0.00	149.33	222.88	211.05	236.28
较上年同期增减	5.10	4.33	34.86	35.24	-18.34	128.27	178.78	151.01	236.28
经营性现金流净额	120.66	50.80	-24.84	-16.82	82.14	267.83	236.22	-3.67	-115.70
较上年同期增减	130.30	45.49	-72.29	-148.75	-38.52	217.03	261.06	13.15	-197.84
筹资性现金流净额	0.03	302.01	-101.77	339.94	399.24	67.50	77.75	595.05	87.89
较上年同期增减	-6.25	315.82	-485.07	-52.23	399.21	-234.51	179.52	255.11	-311.36
资本开支	96.21	217.94	230.13	239.84	162.15	219.38	181.43	352.47	147.37
较上年同期增减	29.05	128.72	178.61	29.12	65.94	1.44	-48.70	112.63	-14.78
ROE	3.98%	3.84%	5.38%	5.09%	3.33%	2.92%	7.03%	1.04%	1.54%
YOY(±)	3.68%	1.68%	0.87%	0.76%	-0.65%	-0.92%	1.65%	-4.06%	-1.79%
资产负债率	41.62%	47.82%	47.05%	47.97%	52.94%	53.06%	54.68%	47.80%	55.39%
YOY(±)	10.15%	16.06%	6.00%	3.81%	11.31%	5.24%	7.64%	-0.16%	2.45%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3850	4675	5733	7112	营业收入	6530	9065	11371	14047
现金	1071	985	973	1036	营业成本	4315	6070	7617	9414
交易性金融资产	39	13	18	23	营业税金及附加	24	65	81	100
应收账款	997	1648	2051	2411	营业费用	882	1269	1592	1967
其它应收款	105	176	233	262	管理费用	571	818	1046	1292
预付账款	110	169	224	259	研发费用	110	163	205	253
存货	1368	1599	2124	3002	财务费用	250	70	32	32
其他	160	84	109	118	资产减值损失	(42)	0	0	0
非流动资产	3226	3348	3866	4348	公允价值变动损益	26	4	15	15
金额资产类	0	24	8	11	投资净收益	8	0	0	0
长期投资	71	57	59	62	其他经营收益	36	0	0	0
固定资产	1726	2126	2561	2993	营业利润	515	777	1018	1257
无形资产	180	192	207	213	营业外收支	(41)	(1)	(1)	(1)
在建工程	455	465	491	483	利润总额	475	776	1017	1256
其他	795	484	541	586	所得税	58	109	142	176
资产总计	7076	8022	9599	11460	净利润	417	667	874	1081
流动负债	2683	2854	3607	4393	少数股东损益	38	38	38	38
短期借款	1112	1096	1261	1657	归属母公司净利润	379	629	836	1042
应付款项	934	1203	1606	1963	EBITDA	725	979	1264	1544
预收账款	0	72	89	74	EPS (最新摊薄)	1.12	1.82	2.42	3.02
其他	638	483	650	699	主要财务比率				
非流动负债	700	819	768	762		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	593	593	593	593	成长能力				
其他	106	226	175	169	营业收入	70.43%	38.82%	25.44%	23.53%
负债合计	3383	3673	4375	5155	营业利润	3.89%	50.76%	31.03%	23.51%
少数股东权益	137	175	213	251	归属母公司净利润	1.31%	66.13%	32.96%	24.67%
归属母公司股东权益	3557	4175	5011	6054	获利能力				
负债和股东权益	7076	8022	9599	11460	毛利率	33.92%	33.04%	33.01%	32.98%
					净利率	6.38%	7.36%	7.69%	7.69%
					ROE	12.42%	15.64%	17.47%	18.09%
					ROIC	8.34%	11.51%	12.73%	13.02%
					偿债能力				
					资产负债率	47.80%	45.78%	45.58%	44.99%
					净负债比率	56.87%	50.72%	47.66%	47.69%
					流动比率	1.43	1.64	1.59	1.62
					速动比率	0.93	1.08	1.00	0.94
					营运能力				
					总资产周转率	1.12	1.20	1.29	1.33
					应收帐款周转率	7.30	6.86	6.15	6.30
					应付帐款周转率	6.08	5.73	5.51	5.35
					每股指标(元)				
					每股收益	1.12	1.82	2.42	3.02
					每股经营现金	1.69	0.83	1.60	1.30
					每股净资产	9.50	12.08	14.50	17.52
					估值比率				
					P/E	28.60	17.21	12.95	10.38
					P/B	3.04	2.39	1.99	1.65
					EV/EBITDA	18.12	11.28	8.94	7.55

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>