

梦百合(603313)

报告日期: 2021年8月29日

点评报告

行业公司研究
家居行业

证券研究报告

外部因素扰动盈利, 看好长期内外销市场齐发力

—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 21 中报: 21H1 实现收入 39.00 亿 (+61.42%), 归母净利润 0.09 亿 (-94.30%), 扣非归母净利润-0.38 亿 (-123.31%); 21Q2 单季度公司实现收入 20.11 亿 (+48.10%), 归母净利润-0.46 亿 (-162.35%), 扣非归母净利润-0.57 亿 (-171.83%)。利润端主要受海运费大幅上涨、原材料价格攀升、汇兑亏损等多重不利因素干扰, 而公司提价 6 月才开始体现在报表端, 下半年有望环比向好。

2021H1 MOR 并表贡献收入约 10.47 亿、利润 0.24 亿 (20H1 并表收入 4.46 亿、亏损 0.17 亿), 其中 21Q2 贡献营收约 5.3 亿、利润约 0.12 亿。剔除并表因素我们估算 21H1 内生收入增长约 45%, 其中 21Q2 内生收入增长约 44%, 收入端增势较好。

投资要点

□ 美国业务: 反倾销优化格局, 公司在美产能 21H2 预期加速爬坡

21H1 公司北美洲收入 23.11 亿 (+55.76%), 若剔除 MOR 并表因素内生增长约在 22%, 主要系公司受到反倾销影响, 塞尔维亚工厂生产受限, 同时美国东/西岸的新工厂受疫情反复、招工不畅等因素影响, 产能爬坡进度不及预期所致。7 月以董事长为核心的骨干已经奔赴美国亲力亲为, 料 21H2 美国工厂爬坡有望加速, 预期年底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订单, 持续看好公司 ODM 外销业务高增。需求端, 自 20 年下半年开始海外房地产市场、家具消费需求迅速恢复, 21H1 我国家具出口需求旺盛, 21Q1 和 21Q2 家具及其零件出口金额分别同比增长 70%、44%。

□ 国内业务: 自主品牌营销投入加大, 直营、加盟渠道加速扩张

(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, 21H1 自主零售内销业务实现 3.04 亿 (+79.90%), 其中直营/加盟/线上/酒店业务/恒旅新业务分别实现收入 0.40 亿 (+108.28%) / 0.99 亿 (+176.64%) / 0.63 亿 (+53.91%) / 0.80 亿 (50.97%) / 0.20 亿 (+6.22%), 其中 21Q2 自主零售实现 1.73 亿 (+79.97%), 直营/加盟/线上/酒店业务/恒旅新业务分别实现收入 0.24 亿 (+81.43%) / 0.57 亿 (+141.01%) / 0.39 亿 (+164.51%) / 0.42 亿 (+35.70%) / 0.11 亿 (-17.46%)。截止 21H1, Mlily+朗乐福合计门店数量达 1209 家 (+378 家), 其中 Mlily 经销店 838 家 (+282 家)、直营店 125 家 (+61 家)。

(2) 分品类拆分: 21H1 公司床垫/枕头/沙发/电动床分别实现收入 17.76 亿 (+55.68%) / 3.23 亿 (+40.65%) / 6.20 亿 (+98.52%, 主要系 MOR 并表增加较多) / 3.40 亿 (+31.79%)。

□ 提价对冲原材料价格波动, 盈利能力逐步修复

原材料价格持续攀升, 截止 8 月 26 日 TDI/MDI 吨价分别为 14250 元/21300 元, 同比分别+5.17%/+43.92%, 仍处于高位但已有趋势线下跌: 自 21 年初起高点分别 19300 元/28200 元, 现价较高点已经分别回落 26.17%/24.47%, 后续公司成

评级

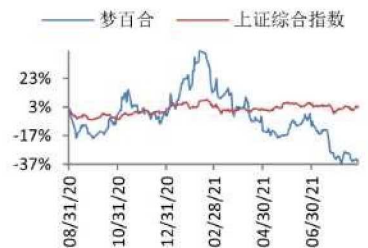
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥16.43

单季度业绩

元/股

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



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: 多重不利因素拖累利润, 看好内外销齐发力》2021.05.01
- 2 《【浙商轻工】梦百合: 内销市场发力, 海外格局重塑产能布局占先机》2021.02.05
- 3 《【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

报告撰写人: 马莉、史凡可
 联系人: 傅嘉成

本端压力有望缓解。此外公司自3月开始落实产品12%涨价措施，由于订单前置期为3个月，提价传导效果预期主要于下半年显现。同时公司通过全球比价进行原料采购，平滑国内原料涨价压力。

□ 海运费&原料价格大幅上涨拖累毛利率，MOR并表增加费用率

(1) **盈利能力指标**: 公司21H1综合毛利率同比下滑11.09pct至28.39%，主要系会计政策变化运输费结算至营业成本，以及原材料价格、海外运杂费上涨幅度较大所致。期间费用率同增加1.75pct至27.80%，其中销售费用率同减3.68pct至14.92%，销售渠道费用投入逐渐转向C端；管理+研发费用率同增0.48pct至9.50%，主要系海外基地建设相关成本增长；财务费用率同增1.45pct至3.38%，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21Q2单季度毛利率27.90%(-12.98pct)，单Q2期间费用率合计28.79%(-3.02pct)。综合来看21H1公司归母净利率0.23%，同减6.18pct；21年Q2公司归母净利率-2.31%，同减7.80pct，

(2) **汇率波动**: 受人民币持续升值影响，21H1公司汇兑亏损0.39亿(20H1为收益0.16亿)。

(2) **营运能力指标**: 截至期末存货17.99亿，较期初增加4.31亿，存货周转天数较去年同期减少8.77天至102.05天；应收账款及票据较期初增加2.24亿至12.21亿，应收账款周转天数较去年同期减少5.12天至51.18天；综合来看，期内公司经营现金流净额-1.85亿(20H1为+3.50亿)，主要系购买商品、接受劳务及职工薪酬支出的增长幅度较大。

□ 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2.77、7.23和8.98亿元，同比-26.9%、+161.41%和+24.07%。对应PE为28.88X/11.05X/8.91X。考虑到公司股价已有较大幅度回调，且长期成长路径仍然明确，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	276.76	723.49	897.65
(+/-)	1.31%	-26.90%	161.41%	24.07%
每股收益(元)	1.12	0.80	2.09	2.60
P/E	21.12	28.88	11.05	8.91

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	4886	5600	6999	营业收入	6530	9065	11371	14047
现金	1071	985	973	1036	营业成本	4315	6479	7749	9582
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	180	228	264	研发费用	110	163	205	253
存货	1368	1800	1988	2884	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	367	887	1089
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	366	886	1088
其他	795	484	541	586	所得税	58	51	124	152
资产总计	7076	8234	9466	11346	净利润	417	315	762	936
流动负债	2683	3417	3939	4889	少数股东损益	38	38	38	38
短期借款	1112	1572	1563	2116	归属母公司净利润	379	277	723	898
应付款项	934	1284	1634	1998	EBITDA	725	570	1133	1376
预收账款	0	72	89	74	EPS (最新摊薄)	1.12	0.80	2.09	2.60
其他	638	490	653	702	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	4236	4708	5652	营业利润	3.89%	-28.71%	141.42%	22.77%
少数股东权益	137	175	213	251	归属母公司净利润	1.31%	-26.90%	161.41%	24.07%
归属母公司股东权益	3557	3823	4546	5444	获利能力				
负债和股东权益	7076	8234	9466	11346	毛利率	33.92%	28.52%	31.86%	31.78%
					净利率	6.38%	3.47%	6.70%	6.66%
					ROE	12.42%	7.20%	16.52%	17.17%
					ROIC	8.34%	5.60%	11.40%	11.53%
					偿债能力				
					资产负债率	47.80%	51.45%	49.73%	49.81%
					净负债比率	56.87%	55.21%	50.72%	51.62%
					流动比率	1.43	1.43	1.42	1.43
					速动比率	0.93	0.90	0.92	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	1.12	1.18	1.28	1.35
					应收帐款周转率	7.30	6.86	6.15	6.30
					应付帐款周转率	6.08	5.89	5.40	5.35
					每股指标(元)				
					每股收益	1.12	0.80	2.09	2.60
					每股经营现金	1.69	-0.55	2.10	0.85
					每股净资产	9.50	11.06	13.16	15.76
					估值比率				
					P/E	21.12	28.88	11.05	8.91
					P/B	1.73	1.48	1.25	1.04
					EV/EBITDA	18.12	12.68	6.46	5.69

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	583	(189)	727	292
净利润	417	315	762	936
折旧摊销	200	167	210	250
财务费用	250	70	32	32
投资损失	(8)	0	0	0
营运资金变动	303	(393)	(58)	(15)
其它	(580)	(348)	(219)	(909)
投资活动现金流	(1305)	(419)	(706)	(724)
资本支出	(699)	(535)	(617)	(617)
长期投资	(9)	(20)	16	(4)
其他	(597)	136	(105)	(102)
筹资活动现金流	1140	519	(48)	479
短期借款	112	460	(9)	553
长期借款	588	0	0	0
其他	439	58	(39)	(73)
现金净增加额	417	(90)	(27)	48

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>