

梦百合(603313)

报告日期: 2021年11月1日

盈利低点已现, 提价+产能爬坡看好拐点向上

—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
 ☎ 分析师: 傅嘉成 执业证书编号: S1230521090001
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 21 三季报: 21Q1-Q3 实现收入 61.1 亿 (+35%), 归母净利-1.8 亿 (-152.12%), 扣非归母净利-0.65 亿 (-119.15%); 21Q3 单季度公司实现收入 22.1 亿 (+4.75%), 归母净利-1.89 亿 (-199.03%), 主要系公司与美国子公司少数股东诉讼一审判决计提预计负债 1.61 亿, 实际扣非归母净利-0.27 亿 (-115.25%), 从绝对值上环比 21Q2 (-0.57 亿) 亏损收窄。我们认为公司盈利低点已现, 看好后续拐点向上, 释放业绩弹性。

投资要点

□ 美国业务: 美东、美西有序爬坡, 看好 21Q4 收入提速、利润改善

Q1-Q3 公司北美洲业务收入 36.47 亿 (+34.78%), 我们估算其中 MOR 贡献约 15 亿 (20 年同期约 10 亿), 内生的北美收入同比增速约在 26%, 美国业务增长情况较好。整体外销增速 (Q3+3.24%) 较慢主要系: (1) 海运紧张, 发货节奏受到影响; (2) 欧洲市场 Q3 疫情反复, 未实现增长; (3) MOR 去年 Q3 疫后新开店&需求修复、业绩基数较高, 21Q3 预期有小幅下滑。

从公司目前的生产布局来看, 第二期反倾销落地后, 公司塞尔维亚工厂生产受限、逐步转供欧洲需求, 美国需求则主要由西班牙新工厂、美东&美西工厂供给。21 年西班牙工厂爬坡顺利, 但上半年美国东/西岸的新工厂受疫情反复、招工不畅等因素影响, 产能爬坡进度较慢, 不过 Q3 以来有所提速, 美东工厂已经开始单月度盈利, 美西工厂预计在 2 个月后将完成自主发泡、届时产能&盈利能力将显著提升。按当前产能节奏, 我们预计年底西班牙+美东+美西对美出口产能有望达 20-30 亿人民币, 且明年将有更高的产能规划, 公司凭借区位优势将承接更多反倾销带来的需求缺口订单。

□ 利润端: 海运费高位震荡、原材料涨势趋缓, 公司新一轮提价落地

(1) 提价对冲原料涨价影响: Q3 单季度公司毛利率 28.4% (环比 Q2+0.51pct), 毛销差 13.2% (环比 Q2+0.5pct), 环比向好, 系公司上一轮 12% 提价落地, 但由于原材料价格仍在上涨且部分客户执行较晚, Q3 盈利能力回升有限。9 月中旬公司针对部分客户落实新一轮提价, 且 TDI/MDI 原材料价格涨势已经趋缓, 看好 Q4 毛利率向上。

(2) 海运费、汇率因素向好: 运杂费占公司营业成本比重接近 10pct, 近期海运费高位震荡、后续有望下行, 压力预期缓解; 汇兑方面, 20H2 人民币升值幅度达 7%, 而 21 年以来人民币升值趋势已经走平 (9 月 30 日美元/人民币汇率为 6.4452, 较年初-1.27%, 较 6 月 30 日-0.18%), Q3 财务费用率 2.64% (-2.3pct), 看好 21Q4 汇兑继续减亏。

(3) 人效有望提升: 伴随人力、员工素质更高的美西工厂产能爬坡, 整体产能利用率上来后, 毛利率有望提升。

评级

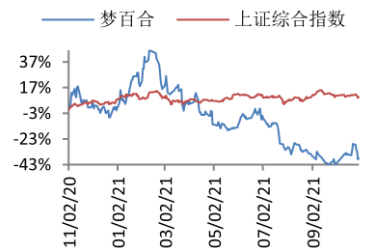
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥15.34

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2021	-0.38
2Q/2021	-0.11
1Q/2021	0.17
4Q/2020	0.11



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《梦百合: 外部因素扰动盈利, 看好长期内外销市场齐发力》2021.08.29
- 2《梦百合: 多重不利因素拖累利润, 看好内外销齐发力》2021.05.01
- 3《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

报告撰写人: 马莉、史凡可
 联系人: 傅嘉成

□ 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，21Q1-Q3 自主零售内销业务实现 4.93 亿 (+56%)，其中直营/加盟/线上/酒店业务/恒旅新业务分别实现收入 0.59 亿 (+80.58%) /1.59 亿 (+118.37%) /1.12 亿 (+47.53%) /1.28 亿 (+28.53%) /0.35 亿 (+0.13%)。截止 21Q3，Mlily+朗乐福合计门店数量达 1344 家 (+513 家, 单 Q3+135 家)，其中 Mlily 经销店 914 家 (+358 家)、直营店 187 家 (+123 家)。

(2) **分品类拆分**：21Q1-Q3 公司床垫/枕头/沙发/电动床分别实现收入 28.41 亿 (+31.38%) /4.93 亿 (+60.11%) /9.5 亿 (+45.33%，主要系 MOR 并表增加较多) /5.25 亿 (+18.2%)。

□ 销售费用率下降，经营现金流开支加大

(1) **费用率**：期间费用率同减 3.26pct 至 27.68%，其中**销售费用率**同减 3.49pct 至 15.16%；**管理+研发费用率**同增 2.56pct 至 9.88%，主要系海外基地建设员工薪酬支付较多；**财务费用率**同减 2.33pct 至 2.64%。

(2) **营运能力指标**：截至期末**存货** 18.53 亿，较期初增加 4.86 亿；**应收账款及票据**较期初增加 3.23 亿至 13.2 亿；综合来看，Q1-Q3 公司**经营性现金流净额**-3.38 亿 (20 年同期为+5.86 亿)，单 Q3 为-1.53 亿，主要系公司购买商品、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 84.65、107.74 亿和 131.11 亿元，同比增长 29.62%、27.28%和 21.69%；归母净利润-1.14 亿、+5.35 亿和+6.71 亿元，2022-23 年利润有望逐步修复，对应 21-23 年 PE 为-66.27X/+14.13X/+11.26X。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	8464.51	10773.89	13111.12
(+/-)	70.43%	29.62%	27.28%	21.69%
归母净利润	378.59	-114.01	534.85	671.21
(+/-)	1.31%	N/A	N/A	25.50%
每股收益(元)	0.78	-0.23	1.10	1.38
P/E	19.96	-66.27	14.13	11.26

图 1: 梦百合季度财务数据一览

单位: 百万元	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业总收入	1,058.58	1,192.81	1,058.12	1,357.90	2,110.33	2,003.78	1,889.00	2,010.99	2,210.47
YOY	28.88%	26.21%	34.43%	71.22%	99.36%	67.99%	78.52%	48.10%	4.75%
归母净利润	110.04	113.20	80.28	74.50	190.77	33.03	55.27	(46.45)	(188.93)
YOY	52.17%	49.63%	6.54%	-0.77%	73.36%	-70.82%	31.16%	-162.35%	-199.03%
扣非归母净利润	131.94	92.01	84.46	79.25	174.59	11.62	18.77	(56.93)	(26.63)
YOY	64.73%	2.16%	72.62%	-10.36%	32.32%	-87.37%	77.78%	-171.83%	-115.25%
毛利率	36.43%	45.72%	37.68%	40.88%	43.06%	17.57%	28.91%	27.90%	28.40%
期间费用率	18.26%	32.97%	26.67%	31.79%	30.94%	16.76%	26.75%	28.79%	27.68%
其中: 销售费用	133.72	273.07	187.01	262.48	393.46	38.58	276.95	305.06	335.09
销售费用率	12.63%	22.89%	17.67%	19.33%	18.64%	1.93%	14.66%	15.17%	15.16%
其中: 管理费用	47.92	67.00	65.69	110.68	116.96	167.26	150.12	160.14	184.74
研发费用	28.76	33.80	18.48	22.98	37.63	31.07	30.46	29.80	33.70
管理+研发费用率	7.24%	8.45%	7.95%	9.84%	7.33%	9.90%	9.56%	9.45%	9.88%
其中: 财务费用	-17.05	19.39	10.99	35.52	104.92	98.86	47.80	83.90	58.37
财务费用率	-1.61%	1.63%	1.04%	2.62%	4.97%	4.93%	2.53%	4.17%	2.64%
归母净利率	10.40%	9.49%	7.59%	5.49%	9.04%	1.65%	2.93%	-2.31%	-8.55%
存货	540.40	741.78	1,034.10	1,058.71	1,146.60	1,367.75	1,579.36	1,799.04	1,853.43
较上年同期增减	158.41	373.68	650.85	585.41	606.20	625.97	545.26	740.34	706.83
应收账款	0.92	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00
较上年同期增减	0.71	-0.90	0.00	-0.90	-0.92	0.00	0.00	0.00	3.00
应付账款	644.41	791.10	744.81	720.29	1,044.51	997.20	1,166.64	1,220.55	1,320.10
较上年同期增减	171.15	224.07	246.02	168.24	400.10	206.11	421.83	500.26	275.59
应付账款及应付票据	387.28	503.58	649.19	678.35	944.08	933.92	1,090.28	1,148.82	1,165.27
较上年同期增减	126.65	172.25	415.13	350.44	556.80	430.34	441.08	470.47	221.19
预收账款	44.10	60.04	96.96	149.33	222.88	211.05	236.28	222.82	208.82
较上年同期增减	34.86	35.24	78.62	128.27	178.78	151.01	139.32	73.49	-14.06
经营性现金流净额	-24.84	-16.82	82.14	267.83	236.22	-3.67	-115.70	-69.19	-153.03
较上年同期增减	-72.29	-148.75	-38.52	217.03	261.06	13.15	-197.84	-337.01	-389.25
筹资性现金流净额	-101.77	339.94	399.24	67.50	77.75	595.05	87.89	95.87	140.63
较上年同期增减	-485.07	-52.23	399.21	-234.51	179.52	255.11	-311.36	28.36	62.88
资本开支	230.13	239.84	162.15	219.38	181.43	352.47	147.37	229.16	28.16
较上年同期增减	178.61	29.12	65.94	1.44	-48.70	112.63	-14.78	9.78	-153.27
ROE	5.38%	5.09%	3.33%	2.92%	7.03%	1.04%	1.54%	-1.33%	-5.77%
YOY (±)	0.87%	0.76%	-0.65%	-0.92%	1.65%	-4.06%	-1.79%	-4.25%	-12.80%
资产负债率	47.05%	47.97%	52.94%	53.06%	54.68%	47.80%	55.39%	58.64%	61.82%
YOY (±)	6.00%	3.81%	11.31%	5.24%	7.64%	-0.16%	2.45%	5.58%	7.13%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 梦百合收入拆分一览

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020	2021H1
分产品								
床垫								
收入	826.61	1014.27	1303.95	1690.83	2086.43	1140.59	3081.12	1775.71
YOY		5.8%	21.9%	20.1%	23%	40.51%	47.67%	55.68%
占比	60.0%	58.9%	55.8%	55.4%	54.5%	48.0%	47.2%	45.5%
毛利率	39.47%	38.25%	30.32%	32.23%	39.88%	41.17%	32.65%	26.77%
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	323.09
YOY		-3.3%	16.1%	5.1%	6.0%	3.10%	14.15%	40.65%
占比	28.7%	22.2%	19.0%	15.3%	12.9%	9.7%	8.6%	8.3%
毛利率	30.86%	29.40%	27.19%	26.87%	36.50%	40.07%	28.10%	23.05%
沙发								
收入	103.92	228.31	211.64	237.38	256.66	312.26	975.01	619.89
YOY		119.7%	-7.3%	12.2%	8.1%	101.16%	279.88%	98.52%
占比	7.5%	13.3%	9.0%	7.8%	6.7%	13.2%	14.9%	15.9%
毛利率			22.90%	24.18%	28.32%	31.97%	35.29%	35.20%
电动床								
收入			133.26	231.59	402.39	257.69	658.99	339.60
YOY				73.8%	73.8%	99.15%	63.77%	31.79%
占比			5.7%	7.6%	10.5%	10.9%	10.1%	8.7%
毛利率			28.68%	30.13%	35.16%	33.45%	34.70%	28.18%
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	708.84
YOY		110.3%	80.8%	-30.5%	35.8%	75.00%	-0.15%	63.38%
占比	11.2%	18.7%	25.0%	13.3%	14.4%	18.3%	8.4%	18.2%
毛利率	20.34%	24.14%	29.15%	42.37%	49.42%	-26.87%	35.39%	33.13%
分区域								
外销								
收入	1201.36	1448.83	1911.75	2517.27	3086.90	2070.67	5544.93	3220.52
YOY	13.19%	20.60%	31.95%	31.67%	22.63%	57.25%	79.63%	55.53%
占比	87.23%	84.09%	81.74%	82.55%	80.56%	87.22%	84.91%	82.58%
毛利率	34.28%	31.68%	26.47%	29.77%	38.59%	38.71%	34.50%	29.71%
其中: MOR收入						445.70	1499.27	1047.33
剔除MOR收入						1624.97	4045.66	2173.19
内生YOY						23.40%	31.06%	33.74%
内销								
收入	175.86	274.21	427.05	532.20	744.69	303.44	809.18	546.61
YOY	79.50%	55.93%	55.74%	24.62%	39.93%	21.24%	8.66%	80.14%
占比	12.77%	15.91%	18.26%	17.45%	19.44%	12.78%	12.39%	14.02%
毛利率	38.91%	44.08%	42.94%	42.77%	43.70%	44.12%	31.96%	25.91%

资料来源: 公司公告, 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	4531	5485	6704	营业收入	6530	8465	10774	13111
现金	1071	985	973	1036	营业成本	4315	6026	7330	8927
交易性金融资产	39	13	18	23	营业税金及附加	24	60	77	94
应收账款	997	1539	1943	2250	营业费用	882	1270	1562	1901
其它应收款	105	165	221	245	管理费用	571	866	1045	1271
预付账款	110	168	216	246	研发费用	110	152	194	236
存货	1368	1578	2005	2786	财务费用	250	156	107	107
其他	160	84	109	118	资产减值损失	(42)	0	0	0
非流动资产	3226	3341	3859	4336	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	91	668	826
无形资产	180	192	207	213	营业外收支	(41)	(179)	(1)	(1)
在建工程	455	465	491	483	利润总额	475	(88)	666	825
其他	795	478	534	574	所得税	58	(12)	93	115
资产总计	7076	7872	9345	11040	净利润	417	(76)	573	709
流动负债	2683	3446	4397	5389	少数股东损益	38	38	38	38
短期借款	1112	1708	2128	2778	归属母公司净利润	379	(114)	535	671
应付款项	934	1194	1546	1861	EBITDA	725	174	972	1171
预收账款	0	67	85	69	EPS(最新摊薄)	0.78	-0.23	1.10	1.38
其他	638	477	638	681	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%	29.62%	27.28%	21.69%
负债合计	3383	4266	5165	6151	营业利润	3.89%	-82.36%	634.29%	23.67%
少数股东权益	137	175	213	251	归属母公司净利润	1.31%	-	-	25.50%
归属母公司股东权益	3557	3432	3967	4638	获利能力				
负债和股东权益	7076	7872	9345	11040	毛利率	33.92%	28.81%	31.96%	31.91%
					净利率	6.38%	-0.90%	5.32%	5.41%
					ROE	12.42%	-3.12%	13.74%	14.80%
					ROIC	8.34%	0.11%	9.43%	9.60%
					偿债能力				
					资产负债率	47.80%	54.19%	55.27%	55.72%
					净负债比率	56.87%	58.04%	57.17%	58.18%
					流动比率	1.43	1.31	1.25	1.24
					速动比率	0.93	0.86	0.79	0.73
					营运能力				
					总资产周转率	1.12	1.13	1.25	1.29
					应收帐款周转率	7.30	6.68	6.19	6.26
					应付帐款周转率	6.08	5.71	5.44	5.31
					每股指标(元)				
					每股收益	0.78	-0.23	1.10	1.38
					每股经营现金	1.20	-0.70	1.08	0.78
					每股净资产	9.50	9.93	11.48	13.42
					估值比率				
					P/E	19.96	-66.27	14.13	11.26
					P/B	1.63	1.56	1.35	1.16
					EV/EBITDA	18.12	40.50	7.79	6.98

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>