

利空出尽盈利拐点，美国产能稀缺性逐步兑现

增持（维持）

2022 年 02 月 07 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,530	8,313	10,815	13,515
同比（%）	70.4%	27.3%	30.1%	25.0%
归母净利润（百万元）	379	-269	536	812
同比（%）	1.3%	-171.1%	299.0%	51.7%
每股收益（元/股）	0.78	-0.55	1.10	1.67
P/E（倍）	21.24	-29.88	15.02	9.90

投资要点

■ **业绩略低于市场预期。**公司预计 2021 年归母亏损 2.4-3 亿元，扣非亏损 1.56-2.16 亿元；2021Q4 归母亏损 0.6-1.2 亿元，扣非亏损 0.91-1.51 亿元。根据公司业绩交流，2021 年营业收入约 83 亿元，同比+27%；剔除 MOR 后内生收入约 62 亿元，同比+20%。2021Q4 营业收入 22 亿元，同比+10%。

■ **亏损主要受减值拖累，2021Q4 主业已实现扭亏。**从全年角度看，除原材料及运费大幅上涨的因素外，根据公司交流，亏损原因主要有：1) 美国二轮反倾销下塞尔维亚转供欧洲，但 2021H1 欧洲市场受疫情影响封锁，塞尔维亚工厂产能利用率较低对利润端带来一定影响。2) 美东、美西工厂 2021H1 产能爬坡速度因疫情影响不及公司预期，2021 年美国工厂处于亏损状态；3) 公司对与美国子公司少数股东间诉讼事件计提预计负债，影响净利润约 1.6 亿元；4) 公司对资产及应收账款计提坏账准备；5) 自主品牌内销处于市场开拓期，费用投放较多，梦百合上海（自主品牌运营主体）2021 年延续亏损。剔除资产及应收账款计提坏账准备的影响后，2021Q4 公司已实现扭亏。

■ **底部反转趋势不变，看好 2022 年盈利能力的持续修复。**我们认为主要扰动因素已基本释放完毕，后续来看基本面底部反转趋势不变。1) **外销：美国订单逐步修复，产能利用率持续上行。**2021 年美国床垫二轮反倾销下，塞尔维亚无法继续对美出口，同时美西工厂产能爬坡受疫情影响进度不及公司预期，对订单交付及公司整体产能利用率造成较大影响。随着美西产能爬坡及塞尔维亚欧洲客户持续积累，产能利用率处于修复通道，美国产能布局的稀缺性将兑现至业绩层面。2) **内销：进入高速扩张期，减亏空间充足。**截至 2021Q3 末，公司梦百合品牌门店数量已达到 1101 家，较 2020 年末净增加 481 家，已进入门店的快速扩张期。我们预计 2022 年门店数量将继续保持高速增长，并带动公司品牌知名度和费用投放效率的提升，梦百合上海有望大幅减亏。

■ **盈利预测与投资评级：**根据公司业绩预告下调盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为-2.7、5.4、8.1 亿元（原预测为-0.3、6.1、8.9 亿元），2022-2023 年对应 PE15、10X。公司短期业绩承压，但内销自主品牌建设符合我们预期，后续随着海外产能爬坡、内销放量效率优化盈利能力有望回升，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**原材料价格上涨，人民币升值，海外产能爬坡不及我们预期，海外疫情影响需求等。注：货币无特殊标注均为人民币。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.53
一年最低/最高价	14.02/48.95
市净率(倍)	2.54
流通 A 股市值(百万元)	8021.99

基础数据

每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	61.82
总股本(百万股)	486.55
流通 A 股(百万股)	485.30

相关研究

- 1、《梦百合 (603313)：2021 年三季报点评：业绩短期承压，自主品牌维持较快增长》2021-10-31
- 2、《梦百合 (603313)：2021 年中报点评：自主品牌如期放量，盈利短期承压》2021-08-31

梦百合三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,850	3,789	4,643	5,049	营业收入	6,530	8,313	10,815	13,515
现金	1,071	665	757	811	减:营业成本	4,315	5,992	7,309	8,999
应收账款	997	1,134	1,604	1,818	营业税金及附加	24	37	49	57
存货	1,368	1,555	1,767	1,832	营业费用	882	1,288	1,547	1,973
其他流动资产	414	434	515	588	管理费用	461	657	757	878
非流动资产	3,226	3,334	3,679	4,010	研发费用	110	141	184	243
长期股权投资	71	92	113	135	财务费用	250	219	297	355
固定资产	1,726	2,041	2,384	2,689	资产减值损失	3	140	5	5
在建工程	455	327	273	246	加:投资净收益	8	5	4	4
无形资产	180	195	214	227	其他收益	35	23	22	25
其他非流动资产	795	678	695	713	资产处置收益	1	1	1	1
资产总计	7,076	7,123	8,322	9,059	营业利润	515	-164	690	1,037
流动负债	2,683	3,119	3,900	3,955	加:营业外净收支	-41	-174	-19	-18
短期借款	1,112	1,571	2,229	2,271	利润总额	475	-337	671	1,018
应付账款	934	829	954	846	减:所得税费用	58	-41	82	124
其他流动负债	638	719	716	838	少数股东损益	38	-27	54	82
非流动负债	700	738	737	695	归属母公司净利润	379	-269	536	812
长期借款	607	646	644	603	EBIT	550	-243	806	1,170
其他非流动负债	92	92	92	92	EBITDA	750	159	1,270	1,698
负债合计	3,383	3,595	3,967	3,267	重要财务与估值指标				
少数股东权益	137	109	163	245		2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	3,557	3,419	4,191	5,547	每股收益(元)	0.78	-0.55	1.10	1.67
负债和股东权益	7,076	7,123	8,322	9,059	每股净资产(元)	7.30	6.48	7.23	8.55
					发行在外股份(百万股)	374	487	487	487
					ROIC(%)	11.6%	-4.7%	12.8%	16.8%
					ROE(%)	11.3%	-9.1%	16.0%	20.3%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	33.9%	27.9%	32.4%	33.4%
					销售净利率(%)	5.8%	-3.2%	5.0%	6.0%
经营活动现金流	583	39	671	1,391	资产负债率(%)	47.8%	50.5%	47.7%	36.1%
投资活动现金流	-1,305	-535	-809	-852	收入增长率(%)	70.4%	27.3%	30.1%	25.0%
筹资活动现金流	1,140	-1,481	-428	-526	归母净利润增长率(%)	1.3%	-171.1%	299.0%	51.7%
现金净增加额	256	-406	92	54	P/E	21.24	-29.88	15.02	9.90
折旧和摊销	200	402	464	528	P/B	2.26	2.55	2.29	1.93
资本开支	915	87	323	310	EV/EBITDA	12.07	61.99	8.29	6.24
营运资本变动	-183	-311	-679	-379					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>