

梦百合（603313）/轻工

证券研究报告/研究简报

2022年5月19日

**评级：增持（首次）**

市场价格：11.08

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

联系人：张舒怡

Email: zhangsy@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,530	8,139	10,042	12,273	14,660
增长率 yoy%	70.4%	24.6%	23.4%	22.2%	19.5%
净利润（百万元）	379	-276	359	556	807
增长率 yoy%	1.3%	-172.8%	230.3%	54.8%	45.2%
每股收益（元）	0.78	-0.57	0.74	1.14	1.66
每股现金流量	1.20	0.14	0.25	0.97	2.29
净资产收益率	10%	-9%	11%	13%	15%
P/E	14.2	-19.6	15.0	9.7	6.7
P/B	1.5	1.9	1.6	1.3	1.0

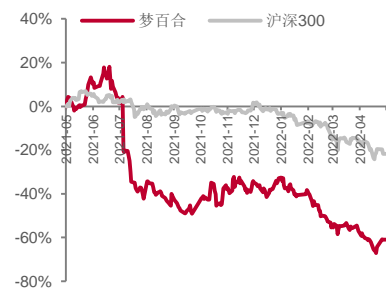
备注：股价取自 2022 年 5 月 18 日收盘价。

**投资要点**

- 事件 1：梦百合发布 2021 年报。**公司 2021 年实现营收 81.39 亿元，同增 24.64%；归母净利润-2.76 亿元，同减 172.78%；扣非净利润-2.58 亿元，同减 173.84%，净利润下降主要系 1) 反倾销、原材价格波动、境外疫情等综合影响；2) 少数股东诉讼造成营业外支出大幅增加至 1.2 亿元；3) Q4 计提信用减值损失。全年 MOR 并表收入 21.14 亿元，剔除并表影响公司内生收入 60.25 亿元，同增 20%。单季度看，21Q4 实现营收 2.0.29 亿元，同增 1.25%；归母净利润-0.95 亿元；扣非净利润-1.94 亿元。
- 事件 2：梦百合发布 2022 年一季报。**公司 2022 年一季度实现营收 21.43 亿元，同增 13.46%；归母净利润 0.31 亿元，同减 44.23%，主要受去年同期营业外收入较高影响；扣非净利润 0.28 亿元，同增 48.13%；经营活动现金流-1.07 亿元，同增 7.44%。
- 走出至暗时刻，22Q1 盈利环比改善步入修复通道。**1) 盈利能力方面，2021 年公司实现毛利率 28.47% (-5.45pct.)，主要系运杂费及原材料价格均上涨所致，归母净利率-3.31% (-9.69pct.)；2022 年一季度毛利率 29.24% (+0.33pct.)，归母净利率 1.65% (-1.82pct.)。2) 期间费用方面，2021 年销售费用率 16.14% (+2.64pct.)；管理费用率 8.16% (+1.11pct.)；研发费用率 1.53% (-0.16pct.)；财务费用率 3.74% (-0.09pct.)。公司海外建厂、扩大规模带来销售上涨的同时，销售费用与管理费用相应上升。
- 外销增速环比修复，内销快速放量、2022 年有望持续高增。**2021 年公司外销收入 67.27 亿元，同增 21.31%，毛利率 28.52% (-5.98pct.)。伴随美国产能有序爬坡，公司 Q1 北美地区增长提速，长期看好产能释放带动外销业务稳健增长。2021 年公司内销收入 11.85 亿元，同增 46.46%，毛利率 30.75% (-1.21pct.)。22Q1 内销受疫情影响短期承压，受益渠道开店提速，全年内销有望延续高增。
- 核心产品稳健，新品类增速靓丽。**1) 床垫：2021 年实现收入 37.48 亿元，同增 21.6%，毛利率 25.51% (-7.14pct.)。2) 枕头：实现收入 6.33 亿元，同增 12.13%，毛利率 22.61% (-5.49pct.)。3) 沙发：实现收入 13.02 亿元，同增 33.56%，毛利率 36.30% (+1.01pct.)。4) 电动床：实现收入 7.61 亿元，同增 15.46%，毛利率 31.04% (-3.66pct.)。5) 卧具：实现收入 7.97 亿元，同增 51.99%，毛利率 45.03% (-0.61pct.)。6) 其他：实现收入 6.71 亿元，同增 21.86%，毛利率 17.23% (-18.17pct.)。
- 投资建议：**全球化运营下公司外销产能效率逐步提升，内销践行自主品牌培育策略，聚焦线下发展，全年盈利修复可期。我们预期公司 2022-2024 年销售收入为 100.42、122.73、146.60 亿元，同比增长 23.4%、22.2%、19.5%，实现归母净利润 3.59、5.56、8.07 亿元，同比增长 230.3%、54.8%、45.2%，EPS 为 0.74、1.14、1.66 元，给予“增持”评级。
- 风险提示：**原材料短缺及价格波动风险、海运费用及汇率波动风险、疫情反复风险、研报使用信息数据更新不及时风险

**基本状况**

总股本(百万股)	487
流通股本(百万股)	485
市价(元)	11.08
市值(亿元)	53.91
流通市值(亿元)	53.77

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

## 内容目录

<b>21A&amp;22Q1 业绩概览：营收同增 24.6%，盈利波动</b> .....	<b>- 3 -</b>
公司整体财务状况：经营整体向好，盈利短期承压，22Q1 扭亏.....	- 3 -
分业务收入情况：床垫业务核心稳固，新品类沙发、卧具增速靓丽.....	- 5 -
公司经营展望：全球化运营下砥砺前行，修复可期.....	- 6 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 9 -</b>
盈利预测.....	- 9 -
估值与投资建议.....	- 10 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 11 -</b>
原材料短缺及价格波动风险.....	- 11 -
海运费用及汇率波动风险.....	- 11 -
疫情反复风险.....	- 11 -
研报使用信息数据更新不及时风险.....	- 11 -

## 图表目录

<b>图表 1：梦百合营业收入及增速</b> .....	<b>- 3 -</b>
<b>图表 2：梦百合归母净利润及增速</b> .....	<b>- 3 -</b>
<b>图表 3：梦百合销售毛利率</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 4：梦百合归母净利率</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 5：梦百合期间费用率</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 6：梦百合近年费用率情况</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 7：梦百合分产品营收（亿元）</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 8：梦百合分产品营收占比</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 9：梦百合各产品毛利率</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 10：全球 50 个主要床垫市场的进口渗透率</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 11：国内床垫市场规模及增速</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 12：2004-2015 年美国市场记忆绵床垫、传统床垫增速情况</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 13：梦百合部分产品品类</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 14：梦百合非温感零压绵获多国专利</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 15：梦百合按销售渠道营收（亿元）</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 16：梦百合门店数量变化</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 17：梦百合分业务盈利预测</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 18：梦百合同行业可比公司估值水平</b> .....	<b>- 10 -</b>
<b>图表 19：梦百合三大财务报表</b> .....	<b>- 12 -</b>

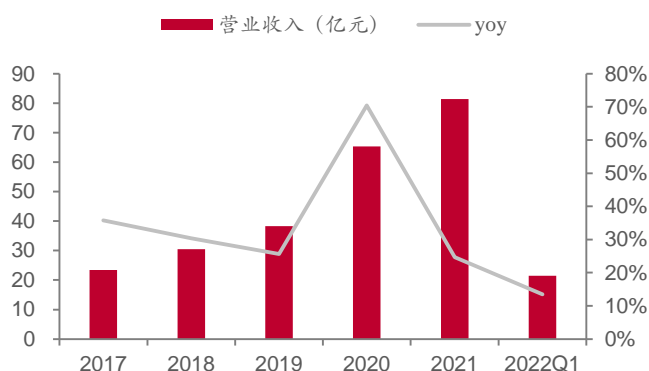
## 21A&22Q1 业绩概览：营收同增 24.6%，盈利波动

- **事件：梦百合发布 2021 年报及 2022 年一季报。**公司 2021 年实现营收 81.39 亿元，同增 24.64%；归母净利润-2.76 亿元，同减 172.78%；扣非净利润-2.58 亿元，同减 173.84%，净利润下降是净利润下降主要系 1) 反倾销、原材价格波动、境外疫情等综合影响；2) 少数股东诉讼造成营业外支出大幅增加至 1.2 亿元；3) Q4 计提信用减值损失。经营活动现金流 0.68 亿元，同减 88.34%，主要系公司购买商品、接受劳务及职工薪酬支出的增长。单季度看，21Q4 实现营收 20.29 亿元，同增 1.25%；归母净利润-0.95 亿元；扣非净利润-1.94 亿元。公司 2022 年一季度实现营收 21.43 亿元，同增 13.46%；归母净利润 0.31 亿元，同减 44.23%；扣非净利润 0.28 亿元，同增 48.13%；经营活动现金流-1.07 亿元，同增 7.44%。

### 公司整体财务状况：经营整体向好，盈利短期承压，22Q1 扭亏

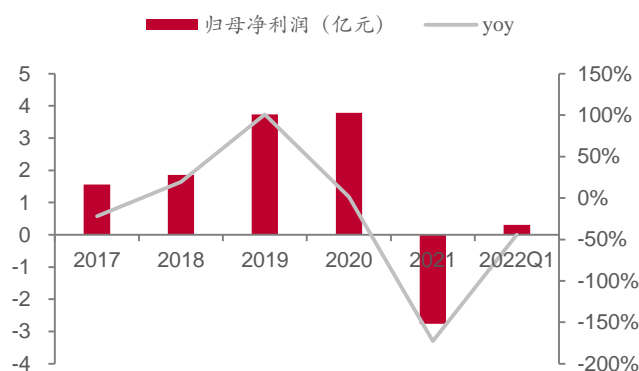
- **营业收入持续增长，盈利能力多重因素影响下承压，22Q1 扭亏。**公司 2017-2021 年营业收入从 23.39 亿元增至 81.39 亿元，5 年 CAGR 为 36.58%，受国外反倾销及全球疫情影响，2021 年收入增长放缓，同比增速为 24.64%，其中 Q1-Q4 单季度增速分别为 78.52%、48.10%、4.75%、1.25%，2022Q1 营收增速回升，达 13.46%。2016-2021 归母净利润分别为 2.00、1.56、1.86、3.74、3.79、-2.76 亿元，21 年净利润下降主要系原辅材价格及运费大幅上涨、疫情及第二轮反倾销影响产能利用、诉讼赔偿款计提预计负债约 1.1 亿元、计提资产与信用减值 1.34 亿元所致。2022Q1 净利润同比扭亏，达 0.31 亿元。

图表 1：梦百合营业收入及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：梦百合归母净利润及增速

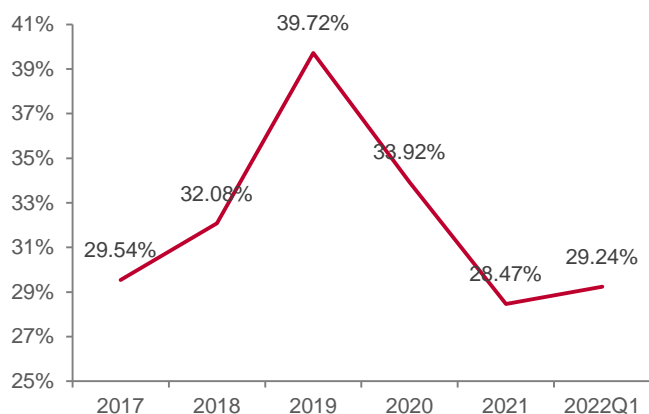


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **产能爬坡顺利，盈利能力有望边际修复。**1) **毛利率方面**，2016-2021 年先升后降，受益于规模效应及产能全球化优势，2017 年-2019 年公司毛利率持续提升，从 29.54% 增长至 39% 以上。2020 年公司毛利率 33.92%，同比下降 5.8 个百分点，系会计准则变化，将运费和报关费等与履约义务相关的直接费用分类至营业成本。2021 年公司毛利率 28.47%，

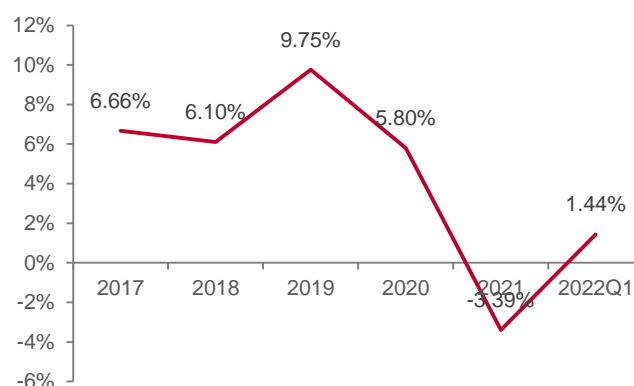
同比下降 5.45 个百分点，系成本端受原辅料及运输成本上涨冲击，同时疫情及二轮反倾销等因素影响产能利用及爬坡。2022Q1 毛利率触底反弹，回升至 29.24%。2) 归母净利率方面，2016-2021 年公司归母净利率分别为 11.61%、6.67%、6.10%、9.76%、5.80%、-3.39%，近两年分别在美西产能爬坡和成本上行压力下盈利能力短期受损。2022Q1 归母净利率扭亏，达 1.44%。全年来看，随成本端变化趋于平稳，海外产能提升，2022 年公司盈利能力将逐渐修复，并有望实现底部反转。

图表 3: 梦百合销售毛利率



来源：公司公告、中泰证券研究所

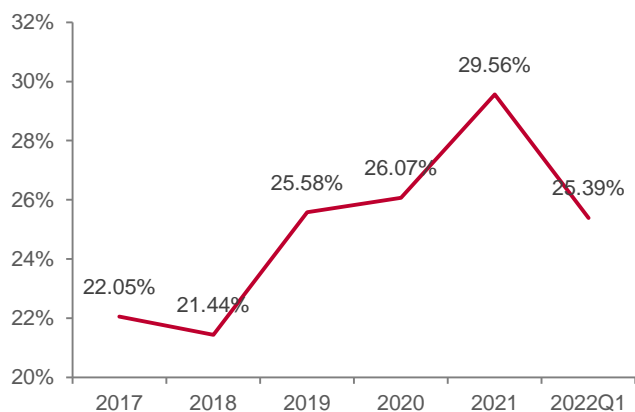
图表 4: 梦百合归母净利率



来源：公司公告、中泰证券研究所

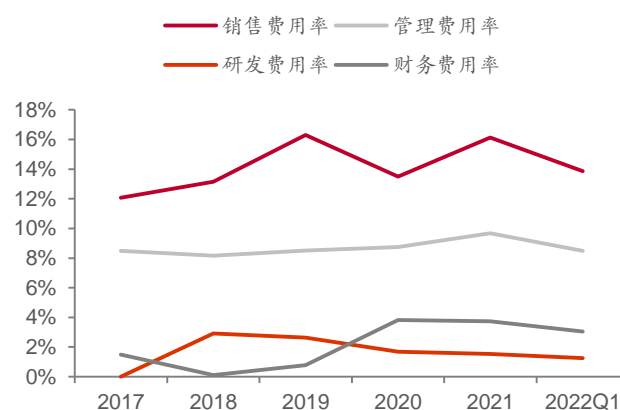
- 21 年业务扩张致期间费用率上行，22Q1 同比改善。**公司 2021 年期间费用率 29.56%，同比上升 3.49pct.；2022Q1 期间费用率同比下降 1.36pct.，为 25.39%。拆分来看，2021 年公司销售费用率为 16.14% (+2.64pct.)，2022Q1 为 13.86% (-0.8pct.)；管理费用率为 9.68% (+0.94pct.)，2022Q1 为 8.49% (-1.07pct.)；研发费用率为 1.53% (-0.16pct.)，2022Q1 为 1.26% (-0.35pct.)；财务费用率为 3.74% (-0.09pct.)，2022Q1 为 3.05% (+0.52pct.)。2021 年由于营销开支及海外基地建设，期间费用率有所提升，2022Q1 公司启动全面预算管理，期间费用率同比改善。

图表 5: 梦百合期间费用率



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 梦百合近年费用率情况

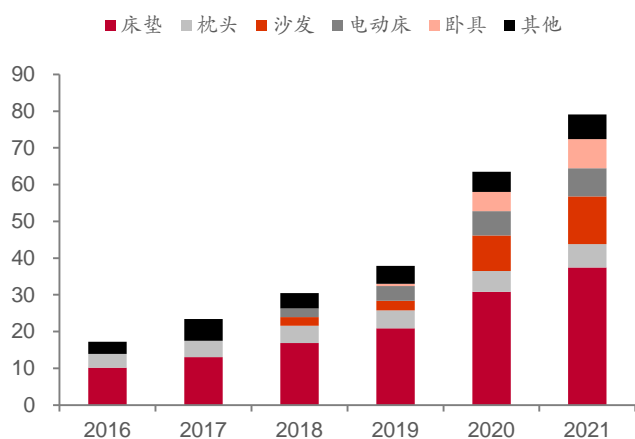


来源：公司公告、中泰证券研究所

分业务收入情况：床垫业务核心稳固，新品类沙发、卧具增速靓丽

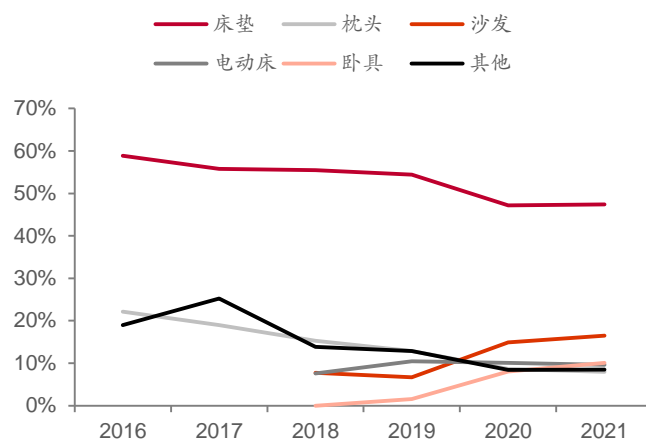
- **分产品看：**公司 2021 年床垫、枕头、沙发、电动床、卧具、其他业务分别实现营收 37.48、6.33、13.02、7.61、7.97、6.71 亿元，同比分别增长 21.7%、12.1%、33.6%、15.46%、52.0%、21.9%，营收占比分别为 47.37%、8.00%、16.46%、9.62%、10.07%、8.48%。公司床垫产品核心优势稳固，占比仍近 50%；枕头业务占比持续下滑；电动床业务在近两年小幅下滑；公司积极进行产品研发，沙发、卧具业务高速增长，占比持续提升。

图表 7：梦百合分产品营收（亿元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

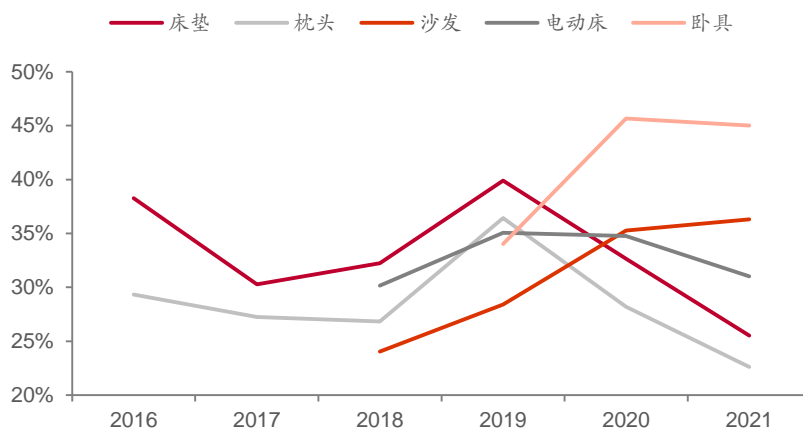
图表 8：梦百合分产品营收占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **毛利率情况：**公司 2021 年床垫/枕头/沙发/电动床及卧具业务分别实现毛利率 25.51%/22.61%/36.30%/31.04%/45.03%；分别相较 2020 同比变化-7.14pct./-5.49pct./+1.01pct./-3.66pct./-0.61pct.，除沙发业务外均有所下降。

图表 9：梦百合各产品毛利率

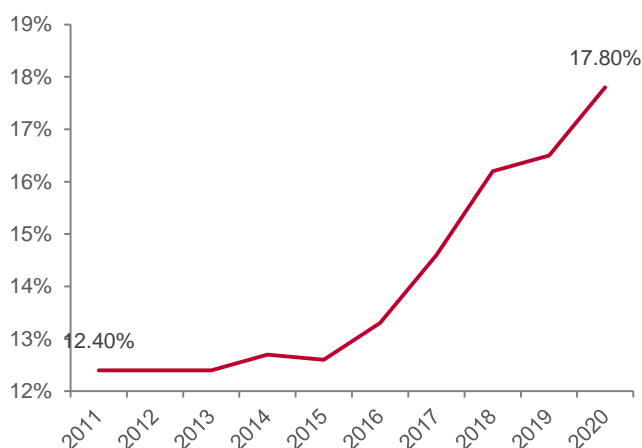


来源：公司公告、中泰证券研究所

公司经营展望：全球化运营下砥砺前行，修复可期

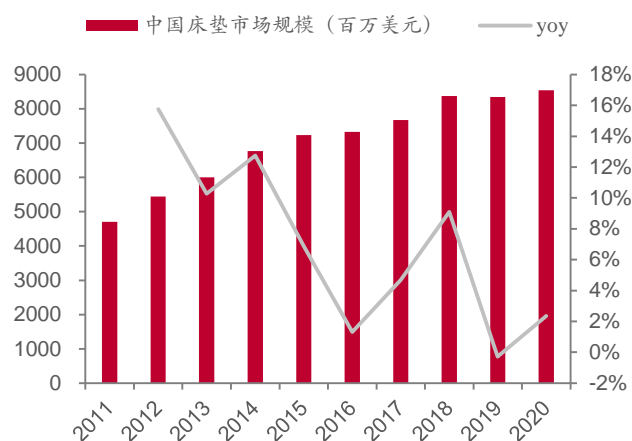
- 行业概况：国外进口渗透率提升，国内市场规模持续增长，记忆棉床垫高成长性凸显。**公司主要产品记忆棉床垫主要销往美国、欧洲及中国大陆，2011年至2020年，全球主要国家床垫市场消费规模由227亿元增长至290亿元，总体保持稳步增长。在进口渗透率方面，全球最主要的50个市场的进口渗透率由2011年的12.4%增长至2020年的17.8%。由于记忆棉床垫的可压缩、可折叠性，在跨国物流运输上更具优势，进出口规模也将逐渐扩张。中国床垫市场随居民收入、消费水平及城镇化水平不断提高，发展迅速，2011年至2020年规模由47.01亿美元增长至85.40亿美元，复合增长率6.86%。据统计，2004年至2015年，美国市场记忆绵床垫等功能性床垫的销售规模由6.25亿美元上升至17.88亿美元，CAGR达10.03%，同期弹簧床垫的销售规模由33.05亿美元上升至49.36亿美元，CAGR仅3.71%。记忆绵床垫等功能性床垫的销售增速远超弹簧床垫，记忆棉床垫市场高成长性凸显。

图表 10：全球 50 个主要床垫市场的进口渗透率



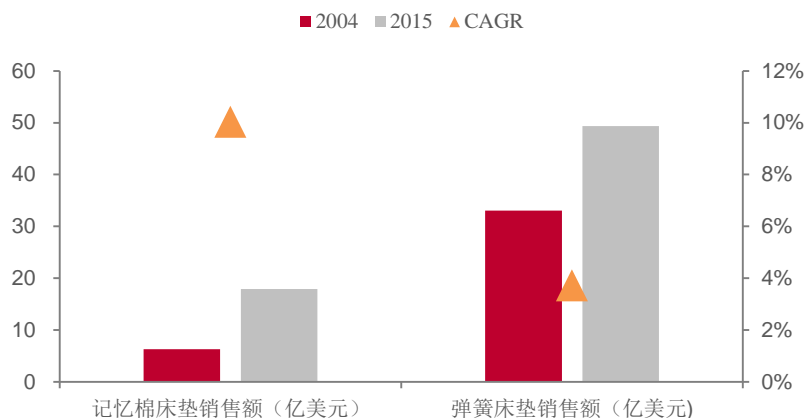
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 11：国内床垫市场规模及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 12：2004-2015 年美国市场记忆绵床垫、传统床垫增速情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **国内国外协同运营，借助供应链优势助力市场开拓。**公司产品内销通过传统门店销售、电商新零售、酒店及新渠道销售模式进行业务开拓，线上线下相结合，助力公司品牌在国内加速拓展；外销主要通过自主品牌销售、ODM 销售及跨境电商销售模式，通过构建境外供应链体系、长期积累合作关系并借助工厂成本及产品供应链优势进一步占据床垫市场份额。
- **自主品牌全球迅速推广，境内外渠道布局效果凸显。**在海外业务稳定发展的同时，公司逐步建立“MLILY”、“Mlily 梦百合”、“零压房”等自主品牌体系，以全球化视野布局市场，不断加强“MLILY”等自主品牌的市场推广及销售渠道建设，产品畅销美、日、英等全球 73 个国家和地区。公司收购的美国 MOR、西班牙 MATRESSES 和深圳朗乐福等境内外销售渠道进一步提高了自主品牌市场份额，凸显品牌效应。

图表 13: 梦百合部分产品品类



来源：公司公告、中泰证券研究所

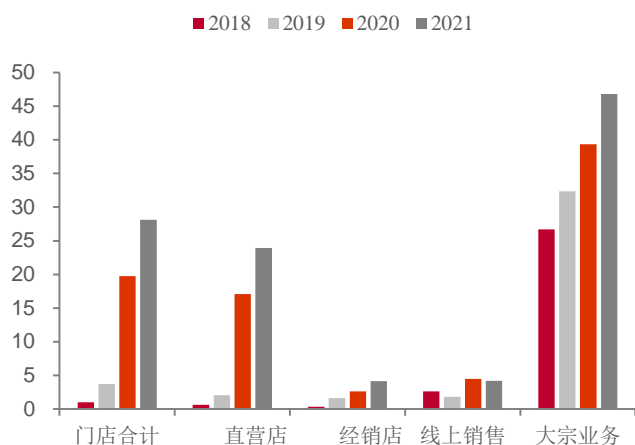
图表 14: 梦百合非温感零压绵获多国专利



来源：公司官网、中泰证券研究所

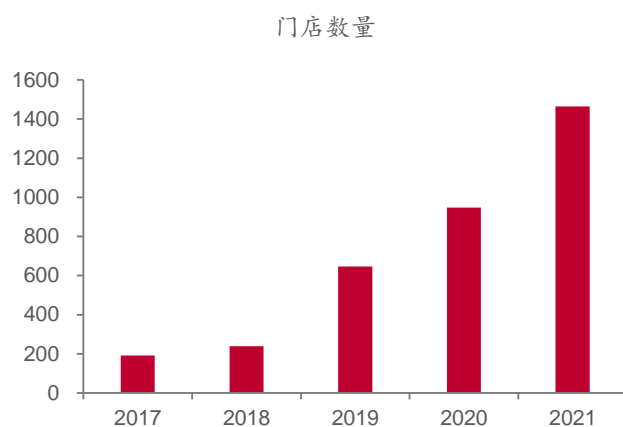
- **线上+线下，境内+境外营销渠道齐发力。**线上：境内在天猫商城、京东商城等电商平台开设旗舰店，境外通过亚马逊、速卖通、1688 国际站等销售平台出海直销。线下：境内联合大型连锁家居卖场、百货商店、shopping mall 体系，通过直营+经销的方式开展销售，同时与多品牌酒店合作，建立零压房体验式消费场景，并通过各种异业合作打通销售渠道。境外除自主品牌收购渠道外，与部分海外家居制品品牌商、家居贸易商建立长期稳定合作关系，通过境外品牌商、贸易商渠道将产品销售给消费者。
- **线下门店数量破千，大宗业务稳定增长。**公司门店销售营收近两年上升较快，从 2018 年的 1.01 亿元增加至 2021 年的 28.10 亿元。其中，直营店所占营收份额增长最快，2021 年占门店收入已达 85.15%。2021 年线下门店数量已达 1464 家，净增 516 家。线上销售渠道经 2020 年大幅增长后，2021 年销售情况已趋于平稳，达 4.21 亿元。大宗业务总体份额较大，2021 年占全年营收近 60%，同时上升趋势较稳定，2021 年同增 19.02%。

图表 15: 梦百合按销售渠道营收 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 16: 梦百合门店数量变化



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 展望未来, 自主品牌培育+产能全球化布局持续增强公司竞争力。**全球化产能布局有望支撑公司海外 ODM 及 OBM 业务拓展, 公司在全球床垫行业格局中的竞争力将进一步增强。国内市场看, 伴随公司线下经销和自营渠道高增长, 内销增长动力充足。从生产制造到终端销售, 公司内外销发展框架已逐步成型, 助力全球化市场布局, 看好公司长期成长性。



## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- **核心假设:**
- 1) 外销: 公司产品外销收入占比较高, 在规模、品牌、产品质量等多方面均具备优势。随美国工厂产能释放, 我们预计 2022-2024 年公司对美外销收入逐渐增长, 增速分别为 24.0%、21.5%、20.0%, 随塞尔维亚工厂供应链调整, 订单逐渐回归饱和, 我们预计 2022-2024 年公司对欧洲外销收入增速分别为 18.0%、15.0%、14.0%, 综上我们预计 2022-2024 年公司整体外销收入增速分别为 22.3%、20.7%、18.1%。成本端, 随海运价格回落及美元汇率升值, 我们预计公司毛利率有望逐渐修复。
- 2) 内销: 公司内销不断拓展线下销售网点, 渠道覆盖逐渐拓宽, 我们预计公司内销收入持续增长, 2022-2024 年收入增速分别为 36.1%、31.3%、26.4%。伴随业务增长及前期投入后, 我们预计内销规模效应将逐步显现, 毛利率逐年上行。
- 3) 费用率假设: 假设公司控费提效继续推进, 管理费用率微降企稳, 销售费用率随新产品推广略有波动。

图表 17: 梦百合分业务盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>38.32</b>	<b>65.30</b>	<b>81.39</b>	<b>100.42</b>	<b>122.73</b>	<b>146.59</b>
yoy	25.65%	70.43%	24.64%	23.38%	22.21%	19.45%
<b>毛利率</b>	<b>39.7%</b>	<b>33.9%</b>	<b>28.4%</b>	<b>32.0%</b>	<b>32.7%</b>	<b>33.3%</b>
<b>外销合计</b>						
<b>收入</b>	<b>30.87</b>	<b>55.45</b>	<b>67.27</b>	<b>82.30</b>	<b>99.35</b>	<b>117.33</b>
yoy	22.6%	79.6%	21.3%	22.3%	20.7%	18.1%
<b>毛利率</b>	<b>38.6%</b>	<b>34.5%</b>	<b>28.5%</b>	<b>32.0%</b>	<b>32.4%</b>	<b>32.8%</b>
美国	19.21	37.78	48.89	60.63	73.66	88.40
yoy	28.1%	96.7%	29.4%	24.0%	21.5%	20.0%
欧洲	8.48	14.66	17.09	20.16	23.19	26.43
yoy	5.2%	72.9%	16.6%	18.0%	15.0%	14.0%
其他地区	3.18	3.01	1.29	1.51	2.50	2.50
<b>内销合计</b>						
<b>收入</b>	<b>7.04</b>	<b>8.09</b>	<b>11.85</b>	<b>16.13</b>	<b>21.17</b>	<b>26.76</b>
yoy	36.8%	14.9%	46.5%	36.1%	31.3%	26.4%
<b>毛利率</b>	<b>43.7%</b>	<b>32.0%</b>	<b>30.8%</b>	<b>33.9%</b>	<b>35.9%</b>	<b>37.5%</b>
<b>其他业务</b>						
<b>收入</b>	<b>0.40</b>	<b>1.76</b>	<b>1.80</b>	<b>2.00</b>	<b>2.20</b>	<b>2.50</b>
yoy	135.3%	340.0%	2.3%	11.1%	10.0%	13.6%
<b>毛利率</b>	<b>56.6%</b>	<b>24.5%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>13.0%</b>

来源: 公司公告、中泰证券研究所预测

## 估值与投资建议

- 投资建议：**公司海外产能爬坡稳步推进，凭借制造、渠道、品牌多重优势，有望实现业绩持续稳健增长。我们预计公司 2022-2024 年实现销售收入为 100.42、122.73、146.60 亿元，、同比增长 23.4%、22.2%、19.5%，实现归母净利润3.59、5.56、8.07 亿元，同比增长 230.3%、54.8%、45.2%，EPS 为 0.74、1.14、1.66 元，当前估值水平仅为行业平均值，我们认为公司所处记忆棉床垫赛道及自主品牌床垫内销布局均处于成长期，应具备一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 18：梦百合行业可比公司估值水平

简称	市值 (亿元)	EPS				PE				PEG
		2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E	
喜临门	105	0.81	1.44	1.89	2.45	33.6	18.8	14.3	11.1	0.5
麒盛科技	46	0.98	1.28	1.54	1.85	16.7	12.8	10.6	8.8	0.5
顾家家居	410	1.34	2.63	3.30	3.99	48.5	24.7	19.7	16.3	0.9
可比公司平均估值						<b>32.9</b>	<b>18.8</b>	<b>14.9</b>	<b>12.0</b>	<b>0.7</b>
梦百合	54	0.78	-0.57	0.74	1.14	14.3	-19.6	15.0	9.7	0.3

来源：Wind、中泰证券研究所 注：股价取自 2022 年 5 月 18 日收盘，麒盛科技盈利预测为 Wind 一致预测

## 风险提示

### 原材料短缺及价格波动风险

- 公司主要产品记忆棉床垫及枕头生产原材料包括化工原料(聚醚、TDI、MDI)、面料等,价格波动或原材料短缺可能会对公司业绩造成不利影响。

### 海运费用及汇率波动风险

- 公司境外销售收入占比较高,海运费用及汇率波动可能会对公司业绩造成一定风险。

### 疫情反复风险

- 公司线下门店收入占比较大,如果疫情反复,门店销售可能受阻,进而影响业绩。

### 研报使用信息数据更新不及时风险

- 研报使用信息数据可能更新不及时,结论仅依据当前可得数据及信息作出,供投资者参考使用。

**图表 19: 梦百合三大财务报表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	994	2,123	2,176	2,473	营业收入	8,139	10,042	12,273	14,660
应收票据	0	1	0	0	营业成本	5,822	6,833	8,264	9,777
应收账款	1,125	1,716	2,050	2,305	税金及附加	30	37	46	55
预付账款	120	178	221	241	销售费用	1,314	1,611	1,956	2,322
存货	1,939	1,964	2,600	3,061	管理费用	664	809	977	1,152
合同资产	0	0	0	0	研发费用	124	143	163	180
其他流动资产	244	387	501	543	财务费用	304	188	237	273
流动资产合计	4,423	6,368	7,549	8,623	信用减值损失	-110	-63	-71	-82
其他长期投资	32	43	49	45	资产减值损失	-24	-9	-12	-15
长期股权投资	71	64	69	68	公允价值变动收益	5	15	15	12
固定资产	2,396	2,873	3,290	3,640	投资收益	18	1	9	9
在建工程	141	143	161	163	其他收益	23	29	29	27
无形资产	197	210	215	224	营业利润	-208	394	601	853
其他非流动资产	1,939	2,028	2,093	2,146	营业外收入	55	19	25	33
非流动资产合计	4,776	5,360	5,877	6,285	营业外支出	121	56	73	83
<b>资产合计</b>	<b>9,199</b>	<b>11,728</b>	<b>13,426</b>	<b>14,908</b>	利润总额	-274	357	553	803
短期借款	1,610	3,600	3,799	3,473	所得税	-5	6	9	13
应付票据	23	22	31	26	净利润	-270	351	544	790
应付账款	1,493	1,438	1,846	2,216	少数股东损益	6	-8	-12	-17
预收款项	0	60	66	42	归属母公司净利润	-276	359	556	807
合同负债	180	137	209	312	NOPLAT	29	537	777	1,058
其他应付款	118	79	83	93	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>-0.57</b>	<b>0.74</b>	<b>1.14</b>	<b>1.66</b>
一年内到期的非流动负债	598	598	598	598					
其他流动负债	169	194	235	263	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	4,190	6,127	6,867	7,023	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	785	978	1,170	1,362	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	24.6%	23.4%	22.2%	19.5%
其他非流动负债	1,229	1,229	1,229	1,229	EBIT增长率	-95.9%	1720.2%	44.8%	36.2%
非流动负债合计	2,015	2,207	2,399	2,592	归母公司净利润增长率	-172.8%	-230.3%	54.8%	45.2%
<b>负债合计</b>	<b>6,205</b>	<b>8,334</b>	<b>9,266</b>	<b>9,614</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	2,907	3,315	4,093	5,243	毛利率	28.5%	32.0%	32.7%	33.3%
少数股东权益	87	79	67	50	净利率	-3.3%	3.5%	4.4%	5.4%
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,994</b>	<b>3,394</b>	<b>4,160</b>	<b>5,294</b>	ROE	-9.2%	10.6%	13.4%	15.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,199</b>	<b>11,728</b>	<b>13,426</b>	<b>14,908</b>	ROIC	1.8%	7.4%	9.3%	11.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	67.5%	71.1%	69.0%	64.5%
<b>现金流量表</b>					债务权益比	141.0%	188.7%	163.4%	125.9%
					流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2
					速动比率	0.6	0.7	0.7	0.8
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
<b>经营活动现金流</b>	68	121	473	1,115	应收账款周转天数	47	51	55	53
现金收益	304	800	1,094	1,424	应付账款周转天数	75	77	72	75
存货影响	-571	-25	-637	-460	存货周转天数	102	103	99	104
经营性应收影响	-114	-640	-366	-260	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	647	-34	427	351	每股收益	-0.57	0.74	1.14	1.66
其他影响	-197	20	-45	60	每股经营现金流	0.14	0.25	0.97	2.29
<b>投资活动现金流</b>	-524	-815	-797	-755	每股净资产	5.97	6.81	8.41	10.78
资本支出	-644	-752	-752	-722	<b>估值比率</b>				
股权投资	0	7	-5	1	P/E	-20	15	10	7
其他长期资产变化	120	-70	-40	-34	P/B	2	2	1	1
<b>融资活动现金流</b>	364	1,823	377	-63	EV/EBITDA	64	24	17	13
借款增加	1,055	2,182	392	-134					
股利及利息支付	-283	60	124	267					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-408	-419	-139	-196					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。