

评级：买入（上调）

市场价格：9.57元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiaoxiao06@zts.com.cn

分析师：邹文捷

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

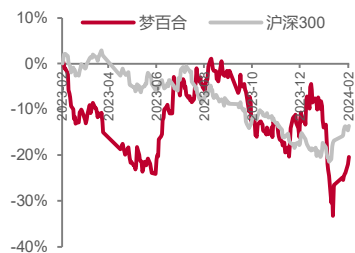
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,139	8,017	8,039	9,418	11,357
增长率yoy%	25%	-1%	0%	17%	21%
净利润(百万元)	-276	41	130	417	647
增长率yoy%	-173%	115%	214%	221%	55%
每股收益(元)	-0.48	0.07	0.23	0.73	1.13
每股现金流量	0.12	0.99	2.93	1.34	1.72
净资产收益率	-9%	1%	4%	11%	15%
P/E	-20	132	42	13	8
P/B	2	2	2	2	1

备注：股价信息为2024年02月27日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	570.59
流通股本(百万股)	485.30
市价(元)	9.57
市值(百万元)	5460.52
流通市值(百万元)	4644.31

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

■ **事件：美国商务部宣布床垫第三轮反倾销初裁税率。**美国商务部宣布反倾销初裁结果，调查国家中除西班牙外均被裁定高额反倾销税，其中波斯尼亚和黑塞哥维那 217.38%；保加利亚 106.27%；缅甸 181.71%；印度 42.76%；意大利 257.06%；科索沃 62.51%；墨西哥 41.29%；菲律宾 538.23%；波兰 330.71%；斯洛文尼亚 744.81%；西班牙 10.74%；中国台湾 624.5%（以上均为普遍税率）。

■ **初裁结果较超预期，西班牙获最低税率。**梦百合在第三轮反倾销范围内的重要工厂主要为西班牙工厂（23H1收入1.2亿元）、COMOTEX，本次初裁税率仅为10.74%，若最终按此税率落地，判断西班牙工厂仍可承接美国订单。另对里高泰国从科索沃地区出口美国采取344.70%的税率，但里高泰国已不向美国出口反倾销产品，因此不受影响。

■ **反倾销落地后美国本土床垫产能供不应求，梦百合美国工厂将充分受益。**

- **1) 需求端：**2022年美国床垫消费总量2939万张，其中47.7%为本土制造商生产，52.3%为进口；
- **2) 供给端：**2022年美国本土床垫生产商总产能为2249万张，产量1409万张（产能利用率62.6%），以美国境内销售为主；
- **3) 进口：**2022年美国床垫进口总量1536万张，其中本次反倾销调查涉及的国家（不含反补贴调查的印尼）906万张（西班牙46万张），占美国进口床垫总量的59%，占美国床垫消费量的31%；

短期来看，若三轮反倾销落地，除西班牙外的国家无法再向美国进口床垫，美国本土产能供不应求，梦百合美国工厂（满产产值约20亿元）产能利用率有望从当前的60%左右水平迅速提升，盈利能力也有望显著改善。

■ **中长期看，布局美国工厂大势所趋，梦百合先发优势明显。**2022年来自反倾销调查范围的国家进口床垫平均价格带主要集中在200美金/张以下，而同年美国本土制造商床垫平均售价376美金/张，平均制造成本238美金/张。进口床垫抢占美国本土制造商份额，导致美国本土制造商产能利用率较低，而前两轮反倾销后产能转移速度较快，因此美国本土制造商持续发起反倾销调查申请。由此看来，中长期而言，海外床垫制造商在美国当地建厂是深耕美国床垫市场的最佳选择。美国建厂具有较高门槛，梦百合作为率先在美国进行产能布局的中国床垫制造商，先发优势充足，不仅将受益于短期的订单提升，中长期份额提升也值得期待。

■ **投资建议：**按照美国商务部时间表，反倾销终裁结果将于24年5月公布，若终裁结果落地，下半年公司美国工厂订单有望明显改善。我们预计2023-25年公司归母净利润为1.30、4.17、6.47亿元（2023-25年前值为2.60、4.52、6.23亿元，根据业绩快报及反倾销落地时间下调23-24年盈利预测，上调25年盈利预测），对应PE为42、13、8。反倾销落地后美国本土床垫产能紧张，公司凭借美国供产优势，份额有望快速提升，预计2024年归母净利润增速221%，中期成长性突出，因此上调评级为“买入”。

■ **风险提示：**原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险

图表 1: 公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	555	2,412	2,826	3,407	营业收入	8,017	8,039	9,418	11,357
应收票据	0	0	0	0	营业成本	5,529	5,145	5,934	7,041
应收账款	1,342	1,278	1,497	1,853	税金及附加	46	46	54	74
预付账款	103	96	178	211	销售费用	1,438	1,442	1,676	2,010
存货	1,730	1,024	1,181	1,401	管理费用	609	643	744	886
合同资产	0	0	0	0	研发费用	95	113	132	159
其他流动资产	173	114	130	152	财务费用	174	145	163	187
流动资产合计	3,902	4,923	5,812	7,025	信用减值损失	-50	-87	-50	-50
其他长期投资	37	37	37	37	资产减值损失	-6	-80	-80	-80
长期股权投资	109	109	109	109	公允价值变动收益	-29	-80	-50	-50
固定资产	2,456	2,232	2,028	1,844	投资收益	50	0	12	8
在建工程	230	234	238	242	其他收益	6	0	38	122
无形资产	171	165	159	146	营业利润	97	258	586	949
其他非流动资产	2,172	2,251	2,334	2,397	营业外收入	4	2	5	4
非流动资产合计	5,174	5,027	4,905	4,775	营业外支出	20	61	9	8
资产合计	9,076	9,951	10,717	11,799	利润总额	81	199	582	945
短期借款	1,662	2,133	2,245	2,339	所得税	29	36	58	132
应付票据	10	17	13	20	净利润	52	163	524	813
应付账款	1,272	1,205	1,426	1,654	少数股东损益	11	33	107	166
预收款项	0	31	9	14	归属母公司净利润	41	130	417	647
合同负债	105	105	123	148	NOPLAT	163	283	670	974
其他应付款	206	206	206	206	EPS (按最新股本摊薄)	0.07	0.23	0.73	1.13
一年内到期的非流动负债	522	522	522	522					
其他流动负债	147	152	167	189					
流动负债合计	3,924	4,373	4,712	5,092	主要财务比率				
长期借款	559	744	744	730	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	1,531	1,531	1,531	1,531	营业收入增长率	-1.5%	0.3%	17.2%	20.6%
非流动负债合计	2,090	2,275	2,275	2,261	EBIT增长率	752.0%	34.9%	116.1%	52.0%
负债合计	6,014	6,648	6,987	7,353	归母公司净利润增长率	-115.0%	214.4%	220.6%	55.2%
归属母公司所有者权益	2,978	3,186	3,506	4,056	获利能力				
少数股东权益	83	117	224	390	毛利率	31.0%	36.0%	37.0%	38.0%
所有者权益合计	3,061	3,303	3,730	4,446	净利率	0.6%	2.0%	5.6%	7.2%
负债和股东权益	9,076	9,951	10,717	11,799	ROE	1.4%	3.9%	11.2%	14.6%
					ROIC	5.1%	6.6%	11.2%	15.2%
					偿债能力				
					资产负债率	66.3%	66.8%	65.2%	62.3%
					债务权益比	139.6%	149.3%	135.2%	115.2%
					流动比率	1.0	1.1	1.2	1.4
					速动比率	0.6	0.9	1.0	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0
					应收账款周转天数	55	59	53	53
					应付账款周转天数	90	87	80	79
					存货周转天数	119	96	67	66
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.07	0.23	0.73	1.13
					每股经营现金流	1.16	3.44	1.58	2.03
					每股净资产	6.14	6.57	7.22	8.36
					估值比率				
					P/E	132	42	13	8
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	104	96	59	43

来源: Wind、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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。