

# 定增再启动， 全球产能释放驱动 2020 高成长

## 事件

2月24日，梦百合发布非公开发行股票预案(二次修订稿)，并向中国证监会申请非公开发行股票事项恢复审查。公司拟募集资金总额不超过7.33亿元，发行股票数量不超过10007.56万股(含10007.56万股)，同时发行对象调整为不超过35名，定价方式调整为不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%，锁定期调整为6个月。

## 我们的分析和判断

**再次申请募资扩张海外产能，19年激励顺利兑现，疫情影响较小**

根据公告，为进一步提升海外基地产能，推进公司全球化战略，梦百合拟募资不超过7.33亿元，发行股票数量不超过10007.56万股(含10007.56万股)，募集资金将分别投入美国生产基地建设项目(3.5亿)、塞尔维亚(三期)生产基地建设项目(2.5亿)、补充流动资金(1.3亿)。

其中美国生产基地建设项目位于美国南卡罗来纳州，规划总建筑面积为150.48英亩，投资总额为3.5亿元，具体建设内容包括记忆绵床垫及枕头(含智能床垫和枕头)，建设期为24个月。塞尔维亚(三期)生产基地建设项目位于塞尔维亚鲁马市，规划总面积为4公顷22英亩94平方米，投资总额为2.5亿元，具体建设内容包括记忆绵床垫及枕头(含智能床垫和枕头)，建设期为24个月。其余1.33亿元则用于补充流动资金，满足公司业绩规模扩张对运营资金的需求。

2019年激励顺利兑现。根据2019年业绩预增公告，公司预计2019年实现归母净利润3.66亿元，同比增长96.70%；扣非后归母净利润3.62亿元，同比增长60.68%。其中19Q4单季度归母净利润1.06亿元，同比增长39.48%；扣非后归母净利润0.93亿元，同比增长3.26%。我们预计，19Q4归母净利润增速相对减缓，主要系18Q4原材料价格开始下降、基数较高所致；扣非归母净利润增速有所波动，主要与汇率波动有关。

新冠疫情影响预计仍然较小。公司江苏南通本部正月初六

请参阅最后一页的重要声明

# 梦百合(603313)

**维持**
**买入**
**花小伟**

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

**罗乾生**

luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

执业证书编号：S1440519060003

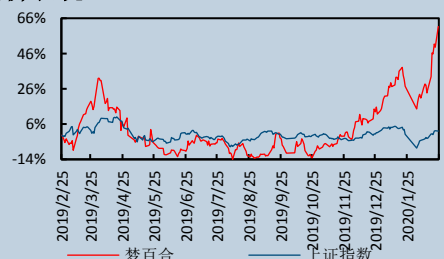
发布日期：2020年02月26日

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	26.52/24.68	62.36/57.3	69.08/60.99
12月最高/最低价(元)			32.97/15.7
总股本(万股)			33,971.14
流通A股(万股)			33,717.79
总市值(亿元)			100.66
流通市值(亿元)			99.91
近3月日均成交量(万)			497.52
主要股东			
倪张根			62.19%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 20.02.18 再融资新政出炉,梦百合曲美家居等直接受益
- 20.01.23 梦百合(603313):19年激励顺利兑现,全球产能释放驱动20年成长
- 19.09.26 梦百合(603313):拟收购美国连锁零售商,海外OBM业务望加速发展

已如常上班，塞尔维亚工厂开工前隔离 14 天并通过严格检查才能上岗，公司疫情防护准备到位，用工需求得到充分保障，同时一季度为公司销售淡季（占比约 20%），疫情对生产经营的影响无虞。

### 海外产能持续爬坡，内销自主品牌业务空间广阔，业绩估值有望迎来双升

伴随公司即将收购美国大型家具零售企业 Mor 以及反倾销裁定落地，公司产能全球布局优势凸显。通过坚持全球化战略布局，从销售终端到生产基地努力实现全球化资源调配和产能配置，公司以多渠道推广自有品牌，深入推进企业转型，实现企业平稳健康发展。2019 年 10 月 18 日美国商务部对我国床垫反倾销的最终裁定出炉，其中梦百合获得 57.03% 的反倾销税，其余 36 家企业则被征收至少 162.76% 的反倾销税。

目前公司在中国、塞尔维亚、美国、泰国、西班牙共有五大生产基地，2020 年公司美国、泰国基地先后投产，而且塞尔维亚基地产能持续释放。我们认为，一方面反倾销税的落地以及全球布局有助于公司转接订单，外销预期向好，业绩、利润率有望持续提升；另一方面，国内床垫市场规模近千亿，记忆绵品类仍处导入期，目前渗透率仅 5%，相比美国仍有较大提升空间。公司 2019 年门店数量翻倍增长至约 400 家，2020 年预计新增 400 家。

### 投资建议：

我们预计梦百合 2019-2020 营业收入分别为 38.23、55.85 亿元，同比增长 25.39%、46.09%；归母净利润分别为 3.66、5.52 亿元，同比增长 96.70%、50.82%，对应 PE 分别为 28.9x、19.2x，维持“买入”评级。

### 风险因素：

产能投放不急预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争大幅加剧等。

图表 1：梦百合非公开发行股票募集资金运用概况

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投入金额（万元）
1	美国生产基地建设项目	35000	35000
2	塞尔维亚（三期）生产基地建设项目	25000	25000
3	补充流动资金	13275	13275
合计		73275	73275

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

**图表 2：梦百合主要财务数据**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019
总收入（亿元）	11.62	13.77	17.23	23.39	30.49	15.80	
同比		18.51%	25.11%	35.74%	30.39%	23.17%	
归母净利润（亿元）	1.31	1.64	2.00	1.56	1.86	1.50	3.66
同比		25.56%	22.00%	-22.23%	5.99%	294.77%	96.70%
毛利率	30.04%	34.86%	33.60%	29.54%	32.08%	37.40%	
归母净利润率	11.26%	11.93%	11.63%	6.66%	6.10%	9.52%	
ROE（摊薄）	25.92%	25.50%	12.04%	10.18%	10.03%	7.60%	
销售费用率（%）	8.16%	11.40%	11.20%	12.07%	13.15%	13.78%	
管理费用率（%）	8.14%	9.07%	8.53%	8.48%	8.17%	9.40%	
财务费用率（%）	0.19%	-0.81%	-0.46%	1.50%	0.11%	1.73%	
费用率合计（%）	16.50%	19.66%	19.27%	22.05%	21.44%	24.90%	

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

**图表 3：梦百合分季度财务情况**

单季	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
营业总收入（亿元）	6.11	6.72	8.21	9.45	7.87	7.93	10.59	
同比	26.95%	19.55%	33.42%	39.03%	28.78%	18.06%	28.88%	
归母净利润（亿元）	0.05	0.34	0.72	0.76	0.75	0.75	1.10	1.06
同比	-93.21%	-26.79%	127.25%	596.13%	1547.30%	123.91%	52.17%	39.48%
扣非归母净利润（亿元）	-0.01	0.56	0.80	0.90	0.49	0.88	1.32	0.93
同比	-102.31%	-41.78%	11.53%	73.29%	4170.99%	149.09%	99.13%	3.26%
累计	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1	19H1	19Q1-3	19A
营业总收入（亿元）	6.11	12.83	21.04	30.49	7.87	15.80	26.39	
同比	26.95%	22.96%	26.84%	30.39%	28.78%	23.17%	25.40%	
归母净利润（亿元）	0.05	0.38	1.10	1.86	0.75	1.50	2.60	3.66
同比	-93.21%	-66.32%	-23.84%	19.39%	1547.30%	294.77%	135.89%	96.70%
扣非归母净利润（亿元）	-0.01	0.55	1.35	2.25	0.49	1.37	2.69	3.62
同比	-102.31%	-41.78%	11.53%	73.29%	4170.99%	149.09%	99.13%	60.68%

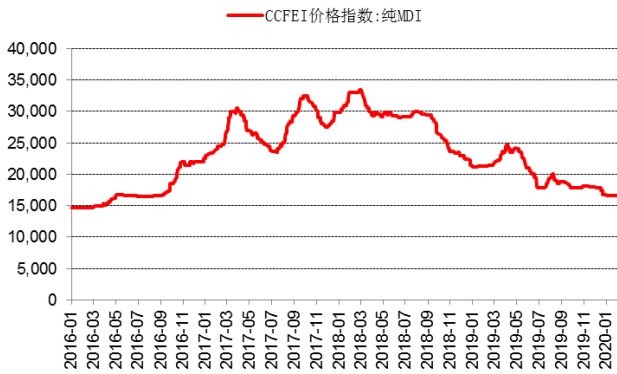
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

**图表 4：梦百合业绩拆分**

	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
<b>记忆绵床垫</b>	<b>10.14</b>	<b>13.04</b>	<b>16.91</b>	<b>8.12</b>
同比 (%)	22.70	28.56	29.67	17.77
占比 (%)	58.87	55.75	55.45	51.37
毛利率(%)	38.25	30.32	32.23	41.15
<b>记忆绵枕</b>	<b>3.82</b>	<b>4.44</b>	<b>4.66</b>	<b>2.23</b>
同比 (%)	-3.31	16.08	5.11	-6.11
占比 (%)	22.18	18.96	15.29	14.10
毛利率(%)	29.40	27.19	26.87	34.11
<b>沙发</b>			<b>2.37</b>	<b>1.55</b>
同比 (%)				
占比 (%)			7.78	9.82
毛利率(%)			24.18	27.12
<b>电动床</b>			<b>2.32</b>	<b>1.29</b>
同比 (%)				
占比 (%)			7.59	8.19
毛利率(%)			30.13	33.18
<b>其他收入</b>	<b>3.23</b>	<b>5.84</b>	<b>4.06</b>	<b>2.48</b>
同比 (%)	110.26	80.81	-30.49	-28.59
占比 (%)	18.75	24.98	13.31	15.69
毛利率(%)	24.14	29.15	42.37	37.56
<b>国外</b>	<b>14.49</b>	<b>19.12</b>	<b>25.17</b>	<b>13.17</b>
同比 (%)	20.60	31.95	31.67	26.50
占比 (%)	84.09	81.74	82.55	83.33
毛利率(%)	31.68	26.47	29.77	35.01
<b>中国大陆</b>	<b>2.71</b>	<b>4.20</b>	<b>5.15</b>	<b>2.50</b>
同比 (%)	55.45	55.16	22.60	7.54
占比 (%)	15.70	17.95	16.88	15.84
毛利率(%)	44.08	42.94	42.77	50.81

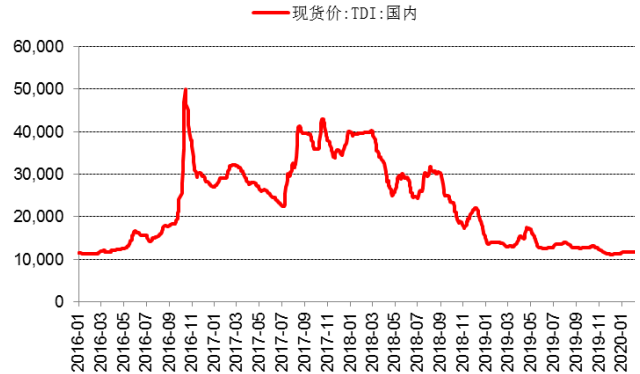
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 5：MDI 市场价格



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 6：TDI 市场价格



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 7：梦百合全球化布局



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**花小伟：**中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名；2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

**罗乾生：**轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投。2018《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
金婷 jinting@csc.com.cn  
夏一然 xiayiran@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn  
薛蛟 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
章政 zhangzheng@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859