

梦百合(603313)

反倾销税率初步裁定，公司产能区位优势突出有望受益格局优化
——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
 ☎ 联系人：傅嘉成、姜文镗
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

10月28日，美国国际贸易委员会（ITC）公布对柬埔寨（252.74%）、印度尼西亚（2.61%）、马来西亚（42.92%）、塞尔维亚（13.65%）、泰国（572.56%-763.28%）、土耳其（20.03%）和越南（190.79-989.90%）等7国的进口床垫反倾销税调查的初步裁定，ITC终裁时间更新为2021年4月26日，执行命令时间更新为2021年5月3日，较此前推迟3-4个月，预计受疫情影响受理进度。包括梦百合（泰国+塞尔维亚）、际诺思（印尼）、喜临门（泰国）、玺堡家居（马来西亚）等床垫厂商将面临新一轮加征反倾销税负。

投资要点

□ 公司提早布局、产能区位优势显著，有望受益格局优化、看好订单高增

根据ITC统计，2019年柬埔寨、印尼、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其、越南对美国出口床垫金额分别达到0.33亿、1.03亿、0.39亿、0.24亿、0.19亿、0.19亿、1.67亿美元，合计达4.04亿美元（18年仅61万美元）、423万张，主要系上一轮反倾销后多数中国厂商选择在上述7国建厂对美出口，因此本次反倾销落地后，行业将面临新一轮产能转移难题，21年对美出口床垫产能供给端的缩减不可避免。

梦百合：公司今年持续推进在美国东岸、西岸以及西班牙工厂的产能扩建节奏（不受反倾销影响），本次反倾销对公司的影响有限。我们认为，反倾销命令执行后公司的区位优势将带来更多客户的订单，持续看好公司ODM外销业务20Q4到21年的高景气。

□ 中长期仍然看好公司海内外零售自主品牌发力+电动床新品贡献增量

（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。疫情背景下，公司今年恒旅酒店零压房推进受阻，但其他渠道的拓展有条不紊地开展。线下3年千店计划稳步推进，逆势抢占出清的优质店铺位置，预计年底有望达到700+家加盟店（19年底为525家）；线上持续进驻亚马逊、京东、天猫渠道，今年线上销售预期取得较好成绩。

（2）**海外零售**：收购的MOR在Q3贡献归母净利近0.2亿，主要得益于公司的管理赋能、营销/产品体系优化，进入Q4西方销售旺季有望收获更好的业绩表现，我们估计MOR全年收入并表有望达到15亿、利润有望贡献2000+万；此外西班牙思梦在疫情背景下逆势增长，20H1收入+14%、利润+69%。公司整合海外零售渠道输出自主品牌的策略行之有效。

（3）**电动床**：公司积极布局智能电动床新品类，伴随泰国工厂产能释放持续高增，20H1实现收入2.58亿（+99%），全年有望维持翻倍增长态势、贡献增量。

□ 盈利预测及估值

考虑MOR的并表，我们预计公司2020-2022年实现收入66.1、90.5和112.3亿元，同比增长72.52%、36.91%和24.06%；归母净利润5.01、8.04和10.11亿

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥33.73

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.60
 2Q/2020 0.22
 1Q/2020 0.26
 4Q/2019 0.35



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《【浙商轻工】梦百合：Q3内生增长强劲，看好反倾销落地后订单景气》2020.10.27
- 2《【浙商轻工】梦百合深度：从OEM到国际品牌零售，期待新龙头的诞生》2020.08.24

报告撰写人：马莉、史凡可
 联系人：傅嘉成、姜文镗

元,同比增长34.17%、60.27%和25.87%。对应PE为23.24X/14.5X/11.52X。考虑到公司海外产能布局、零售渠道整合和国内零售业务高速发展,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)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3831.59	6610.32	9050.02	11227.17
(+/-)	25.65%	72.52%	36.91%	24.06%
净利润	373.68	501.36	803.51	1011.38
(+/-)	100.82%	34.17%	60.27%	25.87%
每股收益(元)	1.12	1.45	2.33	2.93
P/E	31.19	23.24	14.50	11.52

图 1: 梦百合收入拆分一览

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
分产品						
床垫						
收入	826.61	1014.27	1303.95	1690.83	2086.43	1140.59
YOY		5.8%	21.9%	20.1%	23%	40.51%
占比	60.0%	58.9%	55.8%	55.4%	54.5%	48.0%
毛利率	39.47%	38.25%	30.32%	32.23%	39.88%	41.17%
销量(百万件)	2.08	2.54	3.06	3.74	4.37	
单价(元/件)	398.12	399.37	426.70	452.23	477.93	
YOY		0.3%	6.8%	6.0%	5.7%	
枕头						
收入	395.18	382.09	443.54	466.19	494.39	229.72
YOY		-3.3%	16.1%	5.1%	6.0%	3.10%
占比	28.7%	22.2%	19.0%	15.3%	12.9%	9.7%
毛利率	30.86%	29.40%	27.19%	26.87%	36.50%	40.07%
沙发						
收入	103.92	228.31	211.64	237.38	256.66	312.26
YOY		119.7%	-7.3%	12.2%	8.1%	101.16%
占比	7.5%	13.3%	9.0%	7.8%	6.7%	13.2%
毛利率			22.90%	24.18%	28.32%	31.97%
电动床						
收入			133.26	231.59	402.39	257.69
YOY				73.8%	73.8%	99.15%
占比			5.7%	7.6%	10.5%	10.9%
毛利率			28.68%	30.13%	35.16%	33.45%
销量(百万件)			0.08	0.15	0.25	
单价(元/件)			1641.17	1541.88	1606.35	
YOY				-6.1%	4.2%	
其他						
收入	153.65	323.06	584.12	406.02	551.26	433.85
YOY		110.3%	80.8%	-30.5%	35.8%	75.00%
占比	11.2%	18.7%	25.0%	13.3%	14.4%	18.3%
毛利率	20.34%	24.14%	29.15%	42.37%	49.42%	43.26%
分区域						
外销						
收入	1201.36	1448.83	1911.75	2517.27	3086.90	2070.67
YOY	13.19%	20.60%	31.95%	31.67%	22.63%	57.25%
占比	87.23%	84.09%	81.74%	82.55%	80.56%	87.22%
毛利率	34.28%	31.68%	26.47%	29.77%	38.59%	38.71%
其中: MOR收入						445.70
剔除MOR收入						1624.97
内生YOY						23.40%
内销						
收入	175.86	274.21	427.05	532.20	744.69	303.44
YOY	79.50%	55.93%	55.74%	24.62%	39.93%	21.24%
占比	12.77%	15.91%	18.26%	17.45%	19.44%	12.78%
毛利率	38.91%	44.08%	42.94%	42.77%	43.70%	44.12%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 2：梦百合季度财务数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	611.22	671.77	821.38	945.10	787.12	793.08	1,058.58	1,192.81	1,058.12	1,357.90	2,110.33
YOY	26.95%	19.55%	33.42%	39.03%	28.78%	18.06%	28.88%	26.21%	34.43%	71.22%	99.36%
归母净利润	4.57	33.53	72.31	75.65	75.35	75.08	110.04	113.20	80.28	74.50	190.77
YOY	-93.21%	-26.79%	127.25%	596.13%	1547.30%	123.91%	52.17%	49.63%	6.54%	-0.77%	73.36%
扣非归母净利润	(1.20)	56.34	80.09	90.06	48.93	88.41	131.94	92.01	84.46	79.25	174.59
YOY	-102.31%	31.85%	201.76%	927.88%	-4170.99%	56.93%	64.73%	2.16%	72.62%	-10.36%	32.32%
毛利率	24.90%	31.61%	32.72%	36.51%	34.09%	40.68%	36.43%	45.72%	37.68%	40.88%	43.06%
期间费用率	23.91%	19.23%	19.57%	23.04%	24.64%	25.17%	18.26%	32.97%	26.67%	31.79%	30.94%
其中：销售费用	71.33	91.13	108.38	130.22	90.19	127.54	133.72	273.07	187.01	262.48	393.46
销售费用率	11.67%	13.57%	13.19%	13.78%	11.46%	16.08%	12.63%	22.89%	17.67%	19.33%	18.64%
其中：管理费用	51.48	56.45	38.06	52.62	45.42	64.38	47.92	67.00	65.69	110.68	116.96
研发费用	0.00	0.00	24.78	25.86	19.18	19.50	28.76	33.80	18.48	22.98	37.63
管理+研发费用率	8.42%	8.40%	7.65%	8.30%	8.21%	10.58%	7.24%	8.45%	7.95%	9.84%	7.33%
其中：财务费用	23.31	-18.40	-10.47	9.07	39.12	-11.80	-17.05	19.39	10.99	35.52	104.92
财务费用率	3.81%	-2.74%	-1.28%	0.96%	4.97%	-1.49%	-1.61%	1.63%	1.04%	2.62%	4.97%
归母净利率	0.75%	4.99%	8.80%	8.00%	9.57%	9.47%	10.40%	9.49%	7.59%	5.49%	9.04%
存货	310.12	338.48	381.99	368.10	383.25	473.30	540.40	741.78	1,034.10	1,058.71	1,146.60
较上年同期增减	84.91	116.14	111.31	42.47	73.13	134.82	158.41	373.68	650.85	585.41	606.20
应收票据	3.79	0.20	0.21	0.90	0.00	0.90	0.92	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	0.74	-1.66	-0.11	-1.62	-3.79	0.70	0.71	-0.90	0.00	-0.90	-0.92
应收账款	323.05	428.13	473.26	567.03	498.78	552.04	644.41	791.10	744.81	720.29	1,044.51
较上年同期增减	37.66	70.29	95.54	180.07	175.74	123.91	171.15	224.07	246.02	168.24	400.10
应付账款及应付票据	219.65	231.38	260.63	331.33	234.06	327.91	387.28	503.58	649.19	678.35	944.08
较上年同期增减	29.89	45.64	34.21	46.78	14.41	96.53	126.65	172.25	415.13	350.44	556.80
预收账款	13.24	16.73	9.24	24.80	18.34	21.06	44.10	60.04	96.96	149.33	222.88
较上年同期增减	-7.88	4.41	-4.58	13.55	5.10	4.33	34.86	35.24	78.62	128.27	178.78
经营性现金流净额	-9.64	5.30	47.45	131.93	120.66	50.80	-24.84	-16.82	82.14	267.83	236.22
较上年同期增减	-33.47	-1.50	19.10	132.08	130.30	45.49	-72.29	-148.75	-38.52	217.03	261.06
筹资性现金流净额	6.28	-13.81	383.30	392.17	0.03	302.01	-101.77	339.94	399.24	67.50	77.75
较上年同期增减	-122.82	171.06	333.97	392.57	-6.25	315.82	-485.07	-52.23	399.21	-234.51	179.52
资本开支	67.16	89.23	51.52	210.72	96.21	217.94	230.13	239.84	162.15	219.38	181.43
较上年同期增减	10.46	50.64	-6.81	174.24	29.05	128.72	178.61	29.12	65.94	1.44	-48.70
ROE	0.30%	2.16%	4.51%	4.33%	3.98%	3.84%	5.38%	5.09%	3.33%	2.92%	7.03%
YOY(±)	-3.67%	-0.68%	2.40%	3.62%	3.68%	1.68%	0.87%	0.76%	-0.65%	-0.92%	1.65%
资产负债率	31.48%	31.77%	41.05%	44.16%	41.62%	47.82%	47.05%	47.97%	52.94%	53.06%	54.68%
YOY(±)	9.44%	3.21%	10.15%	11.07%	10.15%	16.06%	6.00%	3.81%	11.31%	5.24%	7.64%

资料来源：Wind，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	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2608.34	3471.66	4422.93	5549.43	营业收入	3831.59	6610.32	9050.02	11227.17
现金	810.71	813.78	865.64	801.02	营业成本	2309.65	3942.66	5371.03	6667.18
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	21.47	47.19	64.61	80.15
应收账款	791.10	1232.23	1746.99	2192.72	营业费用	624.53	1340.81	1786.62	2219.94
其它应收款	99.87	131.82	187.61	249.75	管理费用	325.95	618.24	819.72	1018.66
预付账款	81.29	107.63	152.78	202.11	研发费用	119.32	231.36	271.50	336.81
存货	741.78	1152.83	1428.17	2051.03	财务费用	29.66	39.47	31.84	31.84
其他	83.60	33.38	41.74	52.81	资产减值损失	39.50	12.22	13.32	12.93
非流动资产	2011.44	2240.14	2602.39	2967.37	公允价值变动损益	15.23	(3.93)	(5.69)	1.87
金额资产类	0.00	46.27	39.39	28.55	投资净收益	(23.16)	0.00	0.00	0.00
长期投资	49.24	42.32	47.27	46.28	其他经营收益	23.10	0.00	0.00	0.00
固定资产	1091.96	1327.41	1608.08	1893.01	营业利润	496.00	605.79	957.20	1198.33
无形资产	178.16	208.34	233.20	265.27	营业外收支	(2.68)	(1.27)	(1.33)	(0.76)
在建工程	389.37	413.51	448.90	499.77	利润总额	493.32	604.52	955.86	1197.57
其他	302.70	202.29	225.54	234.50	所得税	101.11	84.63	133.82	167.66
资产总计	4619.78	5711.80	7025.32	8516.80	净利润	392.21	519.89	822.04	1029.91
流动负债	2018.50	2558.95	2991.35	3493.72	少数股东损益	18.53	18.53	18.53	18.53
短期借款	999.37	1501.05	1535.24	1582.37	归属母公司净利润	373.68	501.36	803.51	1011.38
应付款项	503.58	723.72	1005.41	1308.51	EBITDA	640.98	738.21	1114.62	1383.34
预收账款	60.04	63.05	100.58	135.93	EPS (最新摊薄)	1.12	1.45	2.33	2.93
其他	455.51	271.14	350.12	466.91	主要财务比率				
非流动负债	197.44	201.69	260.77	219.97		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	4.74	4.74	4.74	4.74	成长能力				
其他	192.70	196.96	256.04	215.23	营业收入	25.65%	72.52%	36.91%	24.06%
负债合计	2215.94	2760.64	3252.12	3713.69	营业利润	105.17%	22.14%	58.01%	25.19%
少数股东权益	69.77	88.30	106.83	125.36	归属母公司净利润	100.82%	34.17%	60.27%	25.87%
归属母公司股东权益	2334.07	2862.86	3666.38	4677.75	获利能力				
负债和股东权益	4619.78	5711.80	7025.32	8516.80	毛利率	39.72%	40.36%	40.65%	40.62%
					净利率	10.24%	7.86%	9.08%	9.17%
					ROE	17.43%	18.72%	23.90%	23.59%
					ROIC	11.57%	12.23%	15.91%	16.41%
					偿债能力				
					资产负债率	47.97%	48.33%	46.29%	43.60%
					净负债比率	58.88%	58.94%	51.70%	47.79%
					流动比率	1.29	1.36	1.48	1.59
					速动比率	0.92	0.91	1.00	1.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.96	1.28	1.42	1.44
					应收帐款周转率	5.64	6.54	6.09	5.71
					应付帐款周转率	5.67	6.66	6.40	5.94
					每股指标(元)				
					每股收益	1.12	1.45	2.33	2.93
					每股经营现金	0.38	0.30	1.31	1.26
					每股净资产	7.00	8.29	10.61	13.54
					估值比率				
					P/E	31.19	23.24	14.50	11.52
					P/B	4.82	4.07	3.18	2.49
					EV/EBITDA	11.89	17.04	11.31	9.23

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>