

## 外销份额保持领先, 需求有望边际改善

### 投资要点

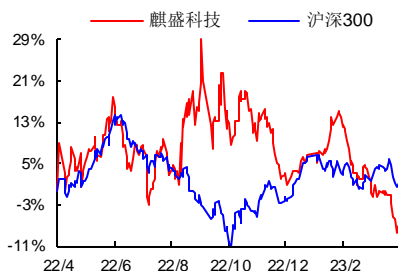
- 业绩摘要:** 2022年公司实现营收26.6亿元, 同比-10.2%; 实现归母净利润0.3亿元, 同比-92.8%; 实现扣非净利润1.4亿元, 同比-55.9%。单季度来看, 2022Q4公司实现营收5.5亿元, 同比-30.1%; 实现归母净利润-1.4亿元, 同比-233.5%; 实现扣非后归母净利润-0.7亿元, 同比-194%。2023Q1公司实现营收7亿元, 同比-6.4%; 实现归母净利润0.2亿元, 同比-57.4%; 实现扣非后归母净利润0.1亿元, 同比-84.1%, 受海外渠道去库存影响, 业绩暂时承压。
- 产品结构变化及国内营销投入增长, 盈利能力暂时承压。** 报告期内, 公司整体毛利率为31.6%, 同比-3.9pp, 毛利率下滑主要由于1) 成本端: 为更快响应海外市场客户需求, 将部分产品转移至越南及墨西哥生产基地生产, 成本有所上升; 2) 产品端: 2022年公司销往海外产品结构有所变化, 高性价比产品占比上升。分产品看, 公司智能电动床/床垫/配件的毛利率分别为30.7%(-5.7pp)/38%(+1.4pp)/26.6%(+5.3pp); 分地区看, 公司境内/境外实现毛利率43.0%(+2.7pp)/30.3%(-5.2pp); 分销售模式看, 公司大宗业务/线上销售实现毛利率30.0%(-6.6pp)/37.3%(+4.1pp)。费用率方面, 公司总费用率为25.3%, 同比+2.8pp, 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为+14.8%/+9%/-4.5%/+6%, 同比+5.7pp/+1.6pp/-5.7pp/+1.2pp, 费用率增长主要是公司加大了国内品牌舒福德的营销宣传投入, 同时多渠道布局加大了管理费用及销售费用的投入。此外, 2022年公司公允价值变动损益-1.2亿元, 主要由于持有的交易性金融资产公允价值变动。综合来看, 公司净利率为1%, 同比-11.1pp。2022Q4毛利率为32.9%, 同比-5.4pp, 净利率为-25.6%, 同比-39pp。此外, 2022年公司应收账款2.2亿元(-53.9%), 经营性现金流净额为5.7亿元(+286.8%), 主要是由于应收账款收回, 现金流同比改善。一季度来看, 2023Q1毛利率为35.7%, 同比+0.9pp; 净利率为3.4%, 同比-4.1pp。
- 床垫营收逆势增长, 市场份额保持领先。** 分产品看, 2022年公司智能电动床实现营收22.2亿元(-15.3%); 床垫实现营收1.9亿元(+52.3%); 配件及其他实现营收1.3亿元(-1.2%)。根据ISPA的相关数据, 2022年美国地区进口智能电动床207.8万张, 公司出口美国的智能电动床销量为105.2万张, 占美国智能电动床进口量的50.6%, 保持较高市场份额。受到美国补贴政策减弱、高通胀的影响, 美国消费需求下降影响了智能电动床的需求, 高性价比产品占比提升, 电动床收入有所回落; 床垫营收实现了逆势增长, 同比增速达52.3%, 随着公司墨西哥海绵工厂产能逐步落地, 公司床垫收入有望保持较快增长。
- 推进“舒福德”品牌线下渠道建设, 内销市场有望迎来放量。** 分地区看, 2022年公司境内/境外营收分别为1.4亿元(+13.7%)/24.0亿元(-12.9%); 分销售模式看, 公司大宗业务/线上销售分别实现营收20.5亿元(-12.8%)/4.1亿元(-6.9%)。公司内销收入保持稳健增长, 品牌力持续提升, 公司为2022年北京冬奥会及冬残奥会唯一的智能床官方指定供应商, 为了提升国内舒福德品牌的知名度, 公司加大了营销宣传投入, 在抖音、头条、主流报纸等媒体上大量投放广告, 让“一键入眠, 睡舒福德”深入人心, 内销营收实现进一步增长。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭  
执业证号: S1250522080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.58
流通A股(亿股)	2.08
52周内股价区间(元)	10.95-17.05
总市值(亿元)	39.90
总资产(亿元)	46.06
每股净资产(元)	11.64

### 相关研究

- 麒盛科技(603610): 盈利能力边际改善, 内外销市场潜力可期 (2022-04-20)

- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.78 元、0.92 元、1.06 元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍、10 倍。考虑到公司外销客户粘性较高，抗风险能力强，内销较快成长，给予 2023 年 18 倍估值，对应目标价 14.04 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，国际贸易摩擦加剧的风险，新增产能项目投产进展不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2663.34	3189.86	3759.21	4354.78
增长率	-10.23%	19.77%	17.85%	15.84%
归属母公司净利润（百万元）	25.63	278.84	330.69	380.95
增长率	-92.82%	988.10%	18.59%	15.20%
每股收益 EPS（元）	0.07	0.78	0.92	1.06
净资产收益率 ROE	0.76%	8.03%	8.89%	9.53%
PE	156	14	12	10
PB	1.30	1.20	1.12	1.04

数据来源：Wind，西南证券

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1: 智能电动床产品结构优化, 入门级产品占比下降, 毛利率结构性提升, 2023-2025 年分别为 35.5%、36%、36.5%;

假设 2: 墨西哥海绵工厂 2023 年开始产能逐步释放, 支撑床垫收入保持较高增速, 2023-2025 年分别为 30%、25%、20%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	2663.3	3,189.9	3,759.2	4,354.8
yoy	-10.2%	19.8%	17.8%	15.8%
营业成本	1821.5	2,049.0	2,396.6	2,753.6
毛利率	31.6%	35.8%	36.2%	36.8%
<b>智能电动床</b>				
收入	2221.9	2666.3	3146.2	3649.6
yoy	-15.3%	20%	18%	16%
成本	1540.79	1,719.8	2013.6	2317.5
毛利率	30.7%	35.5%	36.0%	36.5%
<b>床垫</b>				
收入	190.0	247.0	308.8	370.5
yoy	52.3%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	117.81	149.4	185.3	218.6
毛利率	38.0%	39.5%	40.0%	41.0%
<b>配件及其他</b>				
收入	251.4	276.6	304.2	334.6
yoy	14.4%	10%	10%	10%
成本	162.9	179.8	197.7	217.5
毛利率	35.2%	35%	35%	35%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取匠心家居、乐歌股份、梦百合为可比公司, 以上三家公司均以出口业务为主, 产品均为家居品类, 具有较高可比性。可比公司 2023 年平均估值为 15 倍 PE。考虑到公司外销客户粘性较高, 抗风险能力强, 内销较快成长, 给予 2023 年 18 倍估值, 对应目标价 14.04 元, 维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
301061	匠心家居	33.23	2.86	3.52	4.28	11.63	9.44	7.77
300729	乐歌股份	21.88	1.15	1.43	1.74	19.07	15.26	12.58
603313	梦百合	10.20	0.69	0.97	1.34	14.77	10.46	7.60
平均值						15.16	11.72	9.32

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2663.34	3189.86	3759.21	4354.78	净利润	23.20	266.44	314.15	360.49
营业成本	1821.45	2048.96	2396.58	2753.63	折旧与摊销	88.32	89.56	96.82	106.65
营业税金及附加	14.65	15.60	18.78	30.05	财务费用	-120.45	-20.34	-57.32	-77.73
销售费用	393.89	366.83	451.10	531.28	资产减值损失	-13.49	0.00	0.00	0.00
管理费用	239.87	350.89	432.31	522.57	经营营运资本变动	252.85	-151.11	-127.48	-116.81
财务费用	-120.45	-20.34	-57.32	-77.73	其他	344.26	-12.30	-5.12	-6.38
资产减值损失	-13.49	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>574.68</b>	<b>172.25</b>	<b>221.06</b>	<b>266.22</b>
投资收益	-23.46	10.00	0.00	0.00	资本支出	-192.13	-100.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	-123.63	10.00	10.00	10.00	其他	16.06	-72.03	11.24	24.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-176.07</b>	<b>-172.03</b>	<b>-238.76</b>	<b>-225.28</b>
<b>营业利润</b>	<b>41.30</b>	<b>447.92</b>	<b>527.75</b>	<b>604.98</b>	短期借款	-80.22	-270.11	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.56	-3.02	-3.18	-3.03	长期借款	349.34	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>38.74</b>	<b>444.90</b>	<b>524.57</b>	<b>601.95</b>	股权融资	1.24	0.00	0.00	0.00
所得税	15.54	178.46	210.42	241.46	支付股利	-112.03	-8.89	-95.13	-111.92
净利润	23.20	266.44	314.15	360.49	其他	-168.75	-43.22	57.32	77.73
少数股东损益	-2.43	-12.40	-16.54	-20.46	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-10.41</b>	<b>-322.21</b>	<b>-37.82</b>	<b>-34.19</b>
归属母公司股东净利润	25.63	278.84	330.69	380.95	<b>现金流量净额</b>	<b>438.30</b>	<b>-322.00</b>	<b>-55.52</b>	<b>6.75</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1600.63	1278.63	1223.11	1229.87	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	273.72	458.69	509.89	577.13	销售收入增长率	-10.23%	19.77%	17.85%	15.84%
存货	737.22	835.39	978.93	1127.92	营业利润增长率	-89.96%	984.52%	17.82%	14.63%
其他流动资产	140.52	244.28	255.72	254.27	净利润增长率	-93.45%	1048.46%	17.91%	14.75%
长期股权投资	244.71	244.71	244.71	244.71	EBITDA 增长率	-98.24%	5540.14%	9.69%	11.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	932.41	969.52	1149.38	1319.40	毛利率	31.61%	35.77%	36.25%	36.77%
无形资产和开发支出	137.36	112.29	87.21	62.13	三费率	19.27%	21.86%	21.98%	22.42%
其他非流动资产	608.02	606.42	604.82	603.22	净利率	0.87%	8.35%	8.36%	8.28%
<b>资产总计</b>	<b>4674.59</b>	<b>4749.94</b>	<b>5053.78</b>	<b>5418.66</b>	ROE	0.76%	8.03%	8.89%	9.53%
短期借款	270.11	0.00	0.00	0.00	ROA	0.50%	5.61%	6.22%	6.65%
应付和预收款项	396.73	536.97	595.72	685.24	ROIC	-2.99%	16.07%	15.11%	14.41%
长期借款	349.34	349.34	349.34	349.34	EBITDA/销售收入	0.34%	16.21%	15.09%	14.56%
其他负债	590.11	547.51	573.59	600.38	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1606.30</b>	<b>1433.82</b>	<b>1518.65</b>	<b>1634.97</b>	总资产周转率	0.58	0.68	0.77	0.83
股本	358.49	358.49	358.49	358.49	固定资产周转率	3.64	4.29	4.75	4.99
资本公积	1824.48	1824.48	1824.48	1824.48	应收账款周转率	7.19	9.66	8.41	8.73
留存收益	945.84	1215.79	1451.35	1720.38	存货周转率	2.34	2.54	2.59	2.57
归属母公司股东权益	3063.57	3323.80	3559.35	3828.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.60%	—	—	—
少数股东权益	4.72	-7.69	-24.23	-44.69	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3068.29</b>	<b>3316.11</b>	<b>3535.13</b>	<b>3783.69</b>	资产负债率	34.36%	30.19%	30.05%	30.17%
负债和股东权益合计	4674.59	4749.94	5053.78	5418.66	带息债务/总负债	38.56%	24.36%	23.00%	21.37%
					流动比率	3.19	4.08	3.83	3.58
					速动比率	2.33	2.87	2.56	2.31
					股利支付率	437.16%	3.19%	28.77%	29.38%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.07	0.78	0.92	1.06
					每股净资产	8.55	9.27	9.93	10.68
					每股经营现金	1.60	0.48	0.62	0.74
					每股股利	0.31	0.02	0.27	0.31
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	9.17	517.15	567.26	633.90					
PE	155.70	14.31	12.07	10.47					
PB	1.30	1.20	1.12	1.04					
PS	1.50	1.25	1.06	0.92					
EV/EBITDA	260.60	4.44	4.15	3.72					
股息率	2.81%	0.22%	2.38%	2.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	