

梦百合 (603313.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2Q 经营进一步改善，盈利弹性可期

业绩简评

8月21日公司发布23年中报，23H1公司实现营收36.0亿元，同比-11.8%；归母净利润1.0亿元，同比+16.7%。其中2Q实现营收19.0亿元，同比-2.0%；归母净利润0.8亿元，同比+53.0%。整体来看，公司业绩正逐季改善，2Q利润略超市场预期。

经营分析

2Q 自主品牌加速增长，海外需求已现修复：公司23H1国内/海外收入分别同比+19.6%/-15.8%至5.7/29.3亿元，其中2Q国内/海外收入分别同比+36.1%/-7.3%至3.3/15.2亿元。内销方面，自主品牌增长优异，23年2Q营收同比+74.8%至2.7亿元，其中经销/直营/电商渠道收入分别+64.3%/+84.0%/75.4%至1.0/0.3/0.7亿元。23年2Q末梦百合直营/经销门店较22年底分别+16/154家至161/1320家，单店收入均已明显提升。外销方面，美国地区受去库影响，2Q营收同比-12.4%至10.6亿元，但环比来看已现改善趋势(+5.4%)，而欧洲地区23年2Q收入同比+7.7%至3.9亿元。

2Q 毛利率延续改善趋势，核心亏损点逐步减亏：公司23H1毛利率同比+7.1pct至36.1%，其中2Q毛利率同比+7.4pct至36.1%，预计主要由于原材料成本、海运费下降以及自主品牌占比提升。费用率方面，23H1由于自主品牌加大推广力度，公司销售费用率同比+5.4pct至20.9%，而管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/+0.1/+1.1pct至7.5%/1.3%/2.4%，其中汇兑收益23H1达8244.8万元。整体来看，公司盈利能力改善趋势已现，此前的两大亏损点均在减亏，一方面美国两大工厂23H1整体仅亏损54.7万元，另一方面内销主体公司上海梦百合23H1亏损1674.4万元（去年同期亏损3273.8万元）。

外销盈利变量均在转好，内销扩张顺利，整体盈利弹性可期：外销方面，除海运费、原材料成本压力已逐步缓解外，随着美国床垫去库接近尾声叠加下游需求逐步改善，整体美国工厂产能利用率有望逐季爬升，外销盈利能力拐点已现。内销方面，公司线上线下持续扩张，线下同店收入已开始提升，随着渠道管理体系、品牌建设逐步完善，国内业务发展越发性，扭亏为盈可期。整体来看，随着多项变量逐步转好，公司盈利水平有望逐季恢复。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年EPS分别为0.56/1.01/1.54元，当前股价对应PE为21/11/8倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料大幅上涨；海运费大幅上涨；人民币汇率大幅波动。

轻工组

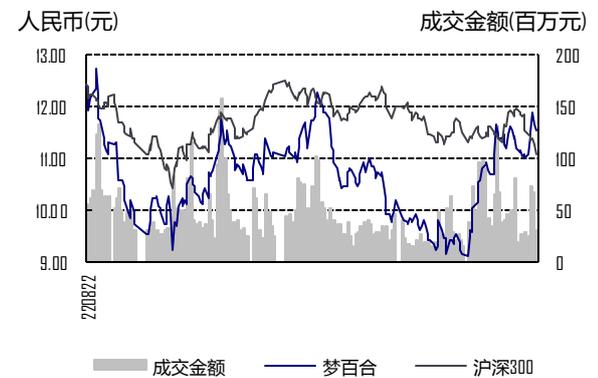
分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.54元

相关报告：

1. 《3Q自主品牌销售显亮点，整体盈利改善可期-梦百合三季报点评》，2022.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,139	8,017	8,670	10,181	11,790
营业收入增长率	24.64%	-1.50%	8.14%	17.43%	15.81%
归母净利润(百万元)	-276	41	272	516	746
归母净利润增长率	-172.78%	-115.01%	557.37%	89.82%	44.49%
摊薄每股收益(元)	-0.566	0.085	0.560	1.063	1.537
每股经营性现金流净额	-0.49	0.62	2.09	1.71	2.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	-9.48%	1.39%	8.62%	14.91%	19.07%
P/E	-30.57	124.38	20.60	10.85	7.51
P/B	2.90	1.73	1.78	1.62	1.43

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,530	8,139	8,017	8,670	10,181	11,790	货币资金	1,071	994	555	716	737	846
增长率		24.6%	-1.5%	8.1%	17.4%	15.8%	应收款项	1,102	1,232	1,433	1,306	1,506	1,735
主营业务成本	-4,315	-5,822	-5,529	-5,905	-6,888	-7,921	存货	1,368	1,939	1,730	1,650	1,849	1,953
%销售收入	66.1%	71.5%	69.0%	68.1%	67.7%	67.2%	其他流动资产	309	257	184	241	253	265
毛利	2,215	2,317	2,489	2,765	3,292	3,869	流动资产	3,850	4,423	3,902	3,913	4,346	4,799
%销售收入	33.9%	28.5%	31.0%	31.9%	32.3%	32.8%	%总资产	54.4%	48.1%	43.0%	42.0%	43.9%	45.8%
营业税金及附加	-24	-30	-46	-49	-57	-66	长期投资	280	189	234	246	246	246
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,180	2,538	2,685	2,791	2,910	3,030
销售费用	-882	-1,314	-1,438	-1,496	-1,685	-1,910	%总资产	30.8%	27.6%	29.6%	29.9%	29.4%	28.9%
%销售收入	13.5%	16.1%	17.9%	17.3%	16.6%	16.2%	无形资产	633	707	721	743	750	735
管理费用	-461	-664	-609	-650	-682	-731	非流动资产	3,226	4,776	5,174	5,407	5,559	5,689
%销售收入	7.1%	8.2%	7.6%	7.5%	6.7%	6.2%	%总资产	45.6%	51.9%	57.0%	58.0%	56.1%	54.2%
研发费用	-110	-124	-95	-121	-122	-130	资产总计	7,076	9,199	9,076	9,321	9,905	10,488
%销售收入	1.7%	1.5%	1.2%	1.4%	1.2%	1.1%	短期借款	1,331	2,208	2,184	2,171	2,257	2,068
息税前利润 (EBIT)	739	185	301	449	746	1,032	应付款项	986	1,633	1,488	1,458	1,697	1,928
%销售收入	11.3%	2.3%	3.7%	5.2%	7.3%	8.8%	其他流动负债	366	349	252	325	367	423
财务费用	-250	-304	-174	-123	-129	-125	流动负债	2,683	4,190	3,924	3,954	4,322	4,419
%销售收入	3.8%	3.7%	2.2%	1.4%	1.3%	1.1%	长期贷款	593	785	559	459	379	319
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	105	1,229	1,531	1,656	1,626	1,699
公允价值变动收益	26	5	-29	0	0	0	负债	3,381	6,205	6,014	6,070	6,328	6,438
投资收益	8	18	50	25	35	40	普通股股东权益	3,557	2,907	2,978	3,153	3,462	3,910
%税前利润	1.6%	-6.7%	60.9%	7.0%	5.3%	4.2%	其中：股本	374	487	485	485	485	485
营业利润	515	-208	97	356	662	957	未分配利润	1,082	675	701	876	1,186	1,633
营业利润率	7.9%	n.a	1.2%	4.1%	6.5%	8.1%	少数股东权益	137	87	83	98	115	140
营业外收支	-41	-66	-15	0	0	0	负债股东权益合计	7,076	9,199	9,076	9,321	9,905	10,488
税前利润	475	-274	81	356	662	957	比率分析						
利润率	7.3%	n.a	1.0%	4.1%	6.5%	8.1%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-58	5	-29	-69	-129	-187	每股指标						
所得税率	12.2%	n.a	36.1%	19.5%	19.5%	19.5%	每股收益	1.011	-0.566	0.085	0.560	1.063	1.537
净利润	417	-270	52	287	533	771	每股净资产	9.500	5.975	6.136	6.496	7.134	8.056
少数股东损益	38	6	11	15	17	25	每股经营现金净流	1.443	-0.488	0.621	2.087	1.712	2.576
归属于母公司的净利润	379	-276	41	272	516	746	每股股利	0.400	0.000	0.000	0.200	0.425	0.615
净利率	5.8%	n.a	0.5%	3.1%	5.1%	6.3%	回报率						
							净资产收益率	10.64%	-9.48%	1.39%	8.62%	14.91%	19.07%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.35%	-3.00%	0.46%	2.92%	5.21%	7.11%
							投入资本收益率	11.43%	3.02%	3.28%	6.09%	9.57%	12.78%
净利润	417	-270	52	287	533	771	增长率						
少数股东损益	38	6	11	15	17	25	主营业务收入增长率	70.43%	24.64%	-1.50%	8.14%	17.43%	15.81%
非现金支出	200	269	334	403	428	441	EBIT 增长率	34.31%	-74.95%	62.41%	49.39%	66.22%	38.32%
非经营收益	106	123	16	147	104	96	净利润增长率	1.31%	-172.78%	-115.01%	557.37%	89.82%	44.49%
营运资金变动	-182	-360	-101	176	-234	-57	总资产增长率	53.14%	30.02%	-1.34%	2.70%	6.27%	5.88%
经营活动现金净流	540	-238	301	1,013	831	1,250	资产管理能力						
资本开支	-886	-530	-615	-464	-480	-470	应收账款周转天数	50.0	47.6	56.2	51.0	50.0	50.0
投资	-442	-16	43	-12	0	0	存货周转天数	89.2	103.7	121.1	102.0	98.0	90.0
其他	23	22	24	25	35	40	应付账款周转天数	60.0	76.1	91.3	80.0	80.0	79.0
投资活动现金净流	-1,305	-524	-549	-451	-445	-430	固定资产周转天数	96.5	107.5	111.8	103.6	89.6	78.0
股权募资	693	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	548	920	-364	-145	6	-249	净负债/股东权益	22.42%	64.72%	70.74%	58.20%	52.48%	37.50%
其他	-262	-749	23	-228	-341	-430	EBIT 利息保障倍数	3.0	0.6	1.7	3.7	5.8	8.3
筹资活动现金净流	979	171	-341	-372	-334	-679	资产负债率	47.80%	67.45%	66.27%	65.12%	63.88%	61.38%
现金净流量	214	-590	-588	189	51	142							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-29	买入	16.43	N/A
2	2021-10-31	买入	15.34	N/A
3	2022-05-01	买入	9.93	N/A
4	2022-10-30	买入	9.93	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806