

梦百合(603313)

报告日期: 2023年08月22日

Q2 经营环比显著改善, 内销+欧洲拉动显著

——梦百合点评报告

投资要点

- 梦百合发布 2023 年半年报**
23H1 收入 36 亿(-11.8%), 归母净利润 0.98 亿(+16.7%), 扣非归母净利润同比 +60.1%。
23Q2 实现收入 19 亿(-2%), 归母净利润 0.81 亿元(+53%), 扣非归母净利润 +186.8%, 收入端在欧洲市场、内销市场拉动下增长环比改善, 利润端因汇兑弹性+内销减亏表现较优。
- 外需: Q2 环比 Q1 改善, 欧洲是主要拉动**
 23H1 境外地区收入 29.29 亿 (-15.80%), 其中美国 MOR 收入 9.24 亿元人民币 (下滑 16%), 主要系外需疲软。分区域来看, 北美 23Q1/Q2 分别-25%、-12% 降幅收窄, 欧洲分别-24%、+7.8%, 环比大幅改善。考虑公司持续开拓新客户, 且伴随外需去库周期带来的低基数效应, 看好 H2 外需持续转好。
- 内销: 自主品牌高成长, 多渠道齐发力**
 - 1) 23H1 内销收入 5.67 亿 (+19.6%)、Q1/Q2 分别+2%、+36%, 显著提速, 且其中梦百合自主品牌零售表现亮眼。
 - 2) 23H1 自主品牌直营 0.5 亿 (+107%)、经销 1.68 亿 (+46%)、线上 1.19 亿 (+65%)、酒店业务 1.03 亿 (+45%), 新业务 603 万 (-54%), 合计 4.46 亿、占总收入比重提升至 12.4%。
 - 3) 截至 23H1 梦百合自主品牌经销商 1320 家 (+154 家), 直营店 161 家 (+16 家), 渠道深耕。
- 反倾销预期+内贸减亏, 24 年利润弹性可期**
 - 1) 23H1 子公司上海梦百合净利润-0.17 亿 (22H1 为-0.33 亿), 内销规模效应逐渐显现、持续减亏。
 - 2) 第三期反倾销调查 7.28 开启, 预计 24 年 1 月初裁, 届时墨西哥、菲律宾、中国台湾、西班牙等地区的床垫工厂将无法出口至美国。梦百合前瞻布局的美国东部、西部工厂区位优势将得到凸显, 利好供给侧格局集中, 看好梦百合在美国工厂订单&盈利能力提升。
- 财务指标**
 - 1) 毛利率: 23Q2 为 36.09% (+7.36pct), 因汇率结算利好+原材料&运费成本下降。
 - 2) 费用率: 23Q2 期间费用率为 29.7% (+4.3pct), 其中销售/管理+研发费用率/财务费用率分别为 21.5%/9.0%/-0.9% (+4.2pct/+0.5pct/-0.4pct), 系自主品牌推广增加较高渠道&品宣费用, 财务费用变动主要系汇兑利好。
- 品类拆分: 枕头表现较优**
 分品类看, 23H1 床垫/枕头/沙发/电动床/其他业务 (含卧具) 收入 18.08/2.62/5.38/2.89/6 亿元, 同比-6.89%/+11.47%/-9.64%/-16.72%/-28.11%, 毛利率 32.47%/32.07%/39.52%/32.69%/44.28%。
- 盈利预测与估值**
梦百合出口存格局优化良机, 同时内销渠道布局&品牌影响力已经逐渐形成, 我们预计公司 2023-2025 年实现收入 84.59 亿、98.11 亿和 112.24 亿元, 同比增长 5.51%、15.97%和 14.4%; 归母净利润 2.47 亿 (+497%)、4.35 亿 (+76.13%)

投资评级: 买入(维持)

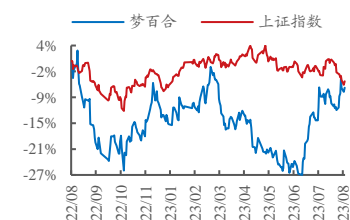
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥11.66
总市值(百万元)	5,658.59
总股本(百万股)	485.30

股票走势图



相关报告

- 1 《国内渠道快速布局, 经营现金流大幅转好》 2023.04.26
- 2 《【浙商轻工】梦百合: Q1 北美业务稳健增长、毛利率向好, 静候盈利拐点》 2022.05.05
- 3 《【浙商轻工】梦百合: 业绩预告符合预期, 看好 22 年困境反转》 2022.01.30

和 5.39 亿 (+24.06%) 元, 利润率有望逐步修复, 对应 23-25 年 PE 分别为 22.93X/13.02X/10.49X, 维持“买入”评级。

□ **风险提示:** 下游市场复苏不及预期, 原材料价格大幅波动, 行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,017	8,459	9,811	11,224
(+/-) (%)	-1.50%	5.51%	15.97%	14.40%
归母净利润	41	247	435	539
(+/-) (%)	115.01%	496.66%	76.13%	24.06%
每股收益(元)	0.09	0.51	0.90	1.11
P/E	136.82	22.93	13.02	10.49

资料来源: 浙商证券研究所

表1: 梦百合季度数据一览 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业总收入	1,889.00	2,010.99	2,210.47	2,028.79	2,143.31	1,939.74	1,984.89	1,949.31	1,698.78	1,901.85
YOY	78.52%	48.10%	4.75%	1.25%	13.46%	-3.54%	-10.21%	-3.92%	-20.74%	-1.95%
归母净利润	55.27	(46.45)	(188.93)	(95.42)	30.82	52.84	15.09	(57.39)	16.77	80.84
YOY	31.16%	-162.35%	-199.03%	-388.91%	-44.23%	-213.75%	-107.99%	-39.85%	-45.58%	52.99%
扣非归母净利润	18.77	(56.93)	(26.63)	(193.60)	27.80	31.02	30.43	(52.92)	5.23	88.96
YOY	77.78%	-171.83%	-115.25%	-1765.88%	48.13%	-154.48%	-214.26%	-72.66%	-81.18%	186.80%
毛利率	28.91%	27.90%	28.40%	28.70%	29.24%	28.73%	30.98%	35.39%	36.00%	36.09%
期间费用率	26.75%	28.79%	27.68%	34.99%	25.39%	25.34%	28.19%	36.96%	34.82%	29.65%
其中: 销售费用	276.95	305.06	335.09	396.42	296.98	336.55	370.70	433.45	342.43	409.68
销售费用率	14.66%	15.17%	15.16%	19.54%	13.86%	17.35%	18.68%	22.24%	20.16%	21.54%
其中: 管理费用	150.12	160.14	184.74	169.01	154.86	141.73	152.50	159.74	124.98	144.37
研发费用	30.46	29.80	33.70	30.29	27.02	22.96	24.80	20.53	20.62	26.34
管理+研发费用率	9.56%	9.45%	9.88%	9.82%	8.49%	8.49%	8.93%	9.25%	8.57%	8.98%
其中: 财务费用	47.80	83.90	58.37	114.07	65.36	-9.64	11.53	106.74	103.41	-16.42
财务费用率	2.53%	4.17%	2.64%	5.62%	3.05%	-0.50%	0.58%	5.48%	6.09%	-0.86%
归母净利率	2.93%	-2.31%	-8.55%	-4.70%	1.44%	2.72%	0.76%	-2.94%	0.99%	4.25%
存货	1,579.36	1,799.04	1,853.43	1,939.13	1,986.24	1,960.11	1,912.97	1,729.61	1,737.68	1,633.47
较上年同期增减	545.26	740.34	706.83	571.38	406.88	161.07	59.54	-209.52	-248.56	-326.64
应收票据	0.00	0.00	3.00	0.00	1.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	0.00	0.00	3.00	0.00	1.01	0.00	-3.00	0.00	-1.01	0.00
应收账款	1,166.64	1,220.55	1,320.10	1,125.25	1,313.86	1,344.05	1,405.93	1,341.59	1,374.86	1,456.38
较上年同期增减	421.83	500.26	275.59	128.04	147.22	123.50	85.83	216.34	61.00	112.33
应付账款及应付票据	1,090.28	1,148.82	1,165.27	1,515.40	1,339.97	1,236.74	1,300.11	1,281.98	1,268.54	1,323.24
较上年同期增减	441.08	470.47	221.19	581.47	249.69	87.93	134.84	-233.42	-71.42	86.50
预收账款	236.28	222.82	208.82	180.24	155.66	123.70	108.03	104.68	103.16	115.26
较上年同期增减	139.32	73.49	-14.06	-30.81	-80.62	-99.12	-100.80	-75.56	-52.50	-8.44
经营性现金流净额	-115.70	-69.19	-153.03	405.83	-107.09	127.27	220.24	324.97	192.69	234.03
较上年同期增减	-197.84	-337.01	-389.25	409.50	8.61	196.45	373.27	-80.86	299.78	106.76
筹资性现金流净额	87.89	95.87	140.63	39.19	97.74	-136.28	-142.12	-330.36	-217.93	-149.81
较上年同期增减	-311.36	28.36	62.88	-555.86	9.85	-232.15	-282.75	-369.54	-315.67	-13.53
资本开支	147.37	229.16	28.16	134.75	159.67	160.23	163.42	147.76	53.01	122.65
较上年同期增减	-14.78	9.78	-153.27	-217.72	12.30	-68.93	135.26	13.00	-106.66	-37.57
ROE	1.54%	-1.33%	-5.77%	-3.14%	1.06%	1.78%	0.50%	-1.92%	0.56%	2.63%
YOY (±)	-1.79%	-4.25%	-12.80%	-4.18%	-0.49%	3.11%	6.27%	1.22%	-0.50%	0.85%
资产负债率	55.39%	58.64%	61.82%	67.45%	67.18%	66.64%	67.22%	66.27%	66.42%	66.28%
YOY (±)	2.45%	5.58%	7.13%	19.65%	11.79%	7.99%	5.40%	-1.18%	-0.76%	-0.36%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 梦百合收入拆分一览(单位: 百万元)

	2020	2021	2022H1	2022H2	2022A	2023H1
分区域						
外销						
收入	5544.93	6726.79	3478.58	3316.57	6795.15	2928.90
YOY	79.63%	21.31%	8.01%	-5.41%	1.02%	-15.80%
占比	84.91%	82.65%	87.99%	86.54%	87.28%	83.77%
毛利率	34.50%	28.52%	29.86%	31.48%	30.65%	34.39%
其中: MOR收入	1499.27	2114.38	1105.51	1124.57	2230.08	924.04
剔除MOR收入	4045.66	4612.41	2373.07	2192.00	4565.07	2004.85
内生YOY	31.06%	14.01%	-	-	-1.03%	-15.52%
内销						
收入	809.18	1,185.11	474.60	515.93	990.53	567.47
YOY	8.66%	46.46%	-13.17%	-19.20%	-16.42%	19.57%
占比	12.39%	14.56%	12.01%	13.46%	12.72%	16.23%
毛利率	31.96%	30.75%	27.11%	38.95%	33.28%	41.67%
分产品						
床垫						
收入	3081.12	3748.48	1941.61	1889.54	3831.15	1807.77
YOY	47.67%	21.66%	9.34%	-4.22%	2.21%	-6.89%
占比	47.2%	46.1%	49.1%	49.3%	49.2%	51.7%
毛利率	32.65%	25.51%	26.62%	28.13%	27.37%	32.47%
枕头						
收入	564.37	632.83	234.90	293.32	528.22	261.84
YOY	14.15%	12.13%	-27.30%	-5.30%	-16.53%	11.47%
占比	8.6%	7.8%	5.9%	7.7%	6.8%	7.5%
毛利率	28.10%	22.61%	22.68%	27.26%	25.22%	32.07%
沙发						
收入	975.01	1,302.28	595.41	672.10	1267.51	537.99
YOY	279.88%	33.56%	-3.95%	-1.51%	-2.67%	-9.64%
占比	14.9%	16.0%	15.1%	17.5%	16.3%	15.4%
毛利率	35.29%	36.30%	34.34%	35.60%	35.01%	39.52%
电动床						
收入	658.99	760.87	347.12	280.10	627.22	289.08
YOY	63.77%	15.46%	2.22%	-33.51%	-17.57%	-16.72%
占比	10.1%	9.3%	8.8%	7.3%	8.1%	8.3%
毛利率	34.70%	31.04%	29.22%	33.00%	30.91%	32.69%
其他(含卧具)						
收入	1,074.56	1,467.44	834.12	697.48	1531.60	599.68
YOY	94.93%	36.56%	17.67%	-8.06%	4.37%	-28.11%
占比	16.5%	18.0%	21.1%	18.2%	19.7%	17.2%
毛利率	35.39%	-	34.93%	43.26%	38.73%	44.28%

资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,902	3,396	3,555	3,207
现金	555	445	311	276
交易性金融资产	22	22	22	22
应收账款	1,342	1,034	1,147	911
其它应收款	92	95	143	122
预付账款	103	126	136	154
存货	1,730	1,616	1,737	1,663
其他	59	59	59	59
非流动资产	5,174	6,364	7,671	8,667
金额资产类	88	88	88	88
长期投资	109	147	173	207
固定资产	2,456	2,969	3,461	3,825
无形资产	171	177	185	189
在建工程	230	430	630	830
其他	2,120	2,553	3,135	3,528
资产总计	9,076	9,760	11,227	11,873
流动负债	3,924	4,357	5,385	5,489
短期借款	1,662	2,162	2,462	2,662
应付款项	1,282	1,168	1,843	1,663
预收账款	0	0	0	0
其他	981	1,027	1,081	1,165
非流动负债	2,090	2,090	2,090	2,090
长期借款	559	559	559	559
其他	1,531	1,531	1,531	1,531
负债合计	6,014	6,447	7,475	7,580
少数股东权益	83	88	92	95
归属母公司股东权益	2,978	3,225	3,659	4,198
负债和股东权益	9,076	9,760	11,227	11,873

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	565	1,220	1,476	1,384
净利润	52	252	439	542
折旧摊销	542	514	455	469
财务费用	62	153	185	205
投资损失	(50)	(27)	(38)	(50)
营运资金变动	(101)	328	435	217
其它	61	(0)	0	0
投资活动现金流	(549)	(1,677)	(1,725)	(1,415)
资本支出	(615)	(1,658)	(1,723)	(1,418)
长期投资	(38)	(47)	(39)	(47)
其他	105	27	38	50
筹资活动现金流	(511)	347	115	(5)
短期借款	51	500	300	200
长期借款	(226)	0	0	0
其他	(336)	(153)	(185)	(205)
现金净增加额	(324)	(110)	(134)	(36)

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,017	8,459	9,811	11,224
营业成本	5,529	5,834	6,707	7,650
营业税金及附加	46	37	45	55
营业费用	1,438	1,430	1,521	1,740
管理费用	609	643	764	860
研发费用	95	124	137	152
财务费用	174	147	180	202
资产减值损失	(6)	0	0	0
公允价值变动损益	(29)	0	0	0
投资净收益	50	27	38	50
其他经营收益	6	25	22	23
营业利润	97	296	516	638
营业外收支	(15)	0	0	0
利润总额	81	296	516	638
所得税	29	44	77	96
净利润	52	252	439	542
少数股东损益	11	5	4	3
归属母公司净利润	41	247	435	539
EBITDA	795	930	1,114	1,259
EPS (最新摊薄)	0.09	0.51	0.90	1.11

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-1.50%	5.51%	15.97%	14.40%
营业利润	146.59%	205.93%	74.22%	23.61%
归属母公司净利润	115.01%	496.66%	76.13%	24.06%
获利能力				
毛利率	31.04%	31.03%	31.64%	31.84%
净利率	0.52%	2.92%	4.43%	4.80%
ROE	1.39%	7.65%	11.88%	12.84%
ROIC	2.27%	4.50%	6.50%	7.18%
偿债能力				
资产负债率	66.27%	66.06%	66.58%	63.84%
净负债比率	196.47%	194.61%	199.25%	176.52%
流动比率	0.99	0.78	0.66	0.58
速动比率	0.51	0.37	0.30	0.24
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.90	0.93	0.97
应收账款周转率	6.50	7.12	9.00	10.91
应付账款周转率	4.00	4.82	4.50	4.41
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.51	0.90	1.11
每股经营现金	1.17	2.51	3.04	2.85
每股净资产	6.14	6.64	7.54	8.65
估值比率				
P/E	136.82	22.93	13.02	10.49
P/B	1.90	1.75	1.55	1.35
EV/EBITDA	10.88	9.51	8.33	7.56

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“本公司”）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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

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>