

## 盈利能力显著修复, 供给格局有望优化

### 投资要点

- **事件:** 2023上半年公司实现营收36亿元, 同比-11.8%; 实现归母净利润1亿元, 同比+16.7%; 实现扣非净利润0.9亿元, 同比+60.1%。单季度来看, 2023Q2公司实现营收19亿元, 同比-2%; 实现归母净利润0.8亿元, 同比+53%; 实现扣非后归母净利润0.9亿元, 同比+186.8%。Q2收入降幅收窄, 盈利能力显著改善。
- **盈利能力底部回升, 费用率仍有下行空间。**报告期内, 公司整体毛利率为36%, 同比+7.1pp。分区域来看, 23H1公司内销毛利率41.7%, 同比+14.6pp; 外销毛利率34.4%, 同比+4.5pp。随着海外订单边际改善, 国内自主品牌增长步入正轨, 内外销毛利率均有所回升。费用率来看, 23H1公司总费用率为32.1%, 同比+6.7pp, 其中销售费用率为20.9%, 同比+5.4pp, 主要由于渠道推广费用投放增加; 管理费用率为7.5%, 同比+0.2pp; 财务费用率为2.4%, 同比+1.1pp; 研发费用率为1.3%, 同比+0.1pp。综合来看, 公司净利率为2.7%, 同比+0.7pp。单季度数据来看, 2023Q2毛利率为36.1%, 同比+7.4pp; 净利率为4.3%, 同比+1.5pp。
- **外销订单逐步修复, 自主品牌增长较快。**分区域来看, 23H1公司外销收入29.3亿元, 同比下降15.8%, 其中北美/欧洲市场分别同比-19.1%/-9.4%。单Q2来看外销降幅显著收窄至-7.3%, 其中北美单Q2下滑12.4%, 欧洲Q2增速转正为7.7%。受益于海外渠道库存去化, 以及欧洲高通胀影响减弱, 公司外销订单持续边际修复。2023H1公司自主品牌内销实现营收4.5亿元, 同比增长50.8%, 其中线下渠道(直营+经销)营收同比增长57%、线上渠道营收同比增长65%。酒店渠道营收同比增长44.8%。内销在外部环境压力下保持较快增长, 品牌力逐渐彰显。截至2023H1末公司MLILY梦百合门店数量达到1481家, 上半年净开170家, 渠道持续扩张。此外2023年上半年, 跨境电商业务发展势头强劲, 实现营收3.3亿元, 同比增长155%。
- **产能布局完善, 中期有望受益于供给端集中度提升。**7月28日, 美国对13个国家和地区出口的床垫提出反倾销税申诉, 包括墨西哥、菲律宾、波兰、斯洛文尼亚、西班牙和中国台湾等地, 本次反倾销为美国品牌发起的对非美地区床垫进口的第三轮反倾销, 前两轮均已落地。梦百合主要工厂位于美国本土、西班牙、塞尔维亚、泰国及国内等地, 目前美国本土已经建成美东、美西两家工厂, 美西第二工厂在建设中, 产能储备充足, 可以充分承接其他国家受反倾销制约外溢的订单。美国工厂目前自动化水平较高, 人工效率逐步提升, 产品利用率爬坡后盈利能力有望继续改善。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2023-2025年EPS分别为0.51元、0.89元、1.29元, 对应PE分别为22倍、13倍、9倍。随着公司盈利能力改善, 供给端集中度提升, 公司估值中枢有望上行, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险; 产能释放不及预期的风险; 人民币对美元汇率大幅波动的风险; 海运费大幅波动的风险; 原材料价格大幅波动的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8017.24	8371.86	9685.73	10917.38
增长率	-1.50%	4.42%	15.69%	12.72%
归属母公司净利润(百万元)	41.36	248.08	433.25	625.02
增长率	115.01%	499.83%	74.64%	44.26%
每股收益EPS(元)	0.09	0.51	0.89	1.29
净资产收益率ROE	1.70%	7.84%	12.22%	15.19%
PE	135	22	13	9
PB	1.87	1.64	1.47	1.27

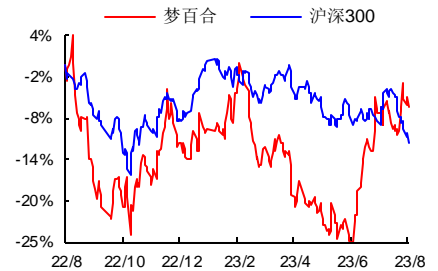
数据来源: Wind, 西南证券

### 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: zht@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)	4.85
流通A股(亿股)	4.85
52周内股价区间(元)	9.12-12.74
总市值(亿元)	55.76
总资产(亿元)	95.51
每股净资产(元)	6.48

### 相关研究

1. 梦百合(603313): 外销增速稳健, 盈利能力底部回升(2022-08-31)

### 关键假设：

假设 1：受益于公司外销订单边际修复，以及部分受到美国床垫反倾销政策影响的产地国家订单外溢，公司床垫销量 2023 年开始逐步恢复，2024 年增长提速，预计 2023-2025 年公司床垫销量分别增长 5%、12%、10%，均价分别增长 1%、4%、2%；

假设 2：公司美国工厂随着产能利用率提升，固定成本摊销有所下降，2023 年公司床垫毛利率提升，假设 2023 年公司床垫毛利率为 32%，2024 年考虑到塞尔维亚及西班牙工厂转产期间或短暂影响毛利率，假设 2024-2025 年床垫毛利率分别为 31.5%、32%。

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	8017.24	8371.9	9685.7	10917.4
yoy	-1.5%	4.4%	15.7%	12.7%
营业成本	5528.58	5386.2	6241.4	6985.0
毛利率	31.0%	35.7%	35.6%	36.0%
<b>床垫</b>				
收入	3831.15	4061.0	4710.8	5276.1
yoy	2.2%	6%	16%	12%
成本	2,782.75	2,761.5	3226.9	3587.7
毛利率	27.4%	32.0%	31.5%	32.0%
<b>枕头</b>				
收入	528.22	607.5	716.8	824.3
yoy	-16.5%	15%	18%	15%
成本	394.99	413.1	486.0	556.4
毛利率	25.2%	32.0%	32.2%	32.5%
<b>沙发</b>				
收入	1,267.51	1292.9	1499.7	1724.7
yoy	-2.7%	2%	16%	15%
成本	823.77	775.7	896.8	1026.2
毛利率	35.0%	40.0%	40.2%	40.5%
<b>电动床</b>				
收入	627.22	627.2	721.3	779.0
yoy	-17.6%	0%	15%	8%
成本	433.36	420.2	479.7	514.1
毛利率	30.9%	33%	34%	34%
<b>床具</b>				
收入	754.88	754.9	905.9	1068.9
yoy	-5.3%	0%	20%	18%
成本	399.16	347.2	16.7	491.7

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	47.1%	54%	54%	54%
<b>其他</b>				
收入	1,008.3	1028.4	1131.3	1244.4
yoy	12.3%	2%	10%	10%
成本	694.6	668.5	735.3	808.9
毛利率	31.1%	35%	35%	35%

数据来源：公司公告，西南证券

我们选取出口为主的家居制造商麒盛科技、匠心家居以及外销占比较高的软体家居品牌顾家家居为可比公司，可比公司 2023 年、2024 年平均 PE 分别为 15 倍、12 倍左右。考虑到梦百合盈利能力底部改善，中期有望受益于美国反倾销后供给端集中度提升，维持“持有”评级。

**表 2：可比公司估值情况**

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603610	麒盛科技	11.52	0.74	0.88	1.01	15.65	13.10	11.42
301061	匠心家居	36.43	2.81	3.43	4.17	12.98	10.61	8.74
603816	顾家家居	39.91	2.55	3.00	3.50	15.65	13.31	11.41
平均值						14.76	12.34	10.52

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	8017.24	8371.86	9685.73	10917.38	净利润	51.97	275.07	484.23	702.43
营业成本	5528.58	5386.24	6241.39	6985.03	折旧与摊销	334.28	262.36	262.36	262.36
营业税金及附加	46.32	39.68	47.64	75.33	财务费用	173.99	223.84	151.32	136.09
销售费用	1437.69	1758.09	1840.29	1965.13	资产减值损失	-6.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	608.83	627.89	755.49	818.80	经营营运资本变动	-260.33	-83.92	-251.66	-284.96
财务费用	173.99	223.84	151.32	136.09	其他	271.54	-17.22	-7.81	-11.33
资产减值损失	-6.06	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>565.39</b>	<b>660.14</b>	<b>638.43</b>	<b>804.58</b>
投资收益	49.58	36.00	38.00	40.00	资本支出	-145.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-29.00	-17.82	-21.55	-20.31	其他	-403.43	18.18	16.45	19.69
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>-548.89</b>	<b>18.18</b>	<b>16.45</b>	<b>19.69</b>
<b>营业利润</b>	<b>96.82</b>	<b>354.29</b>	<b>666.06</b>	<b>956.70</b>	短期借款	51.29	848.68	-238.45	-424.84
其他非经营损益	-15.45	10.71	10.89	8.07	长期借款	-226.12	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>81.37</b>	<b>365.00</b>	<b>676.94</b>	<b>964.76</b>	股权融资	-25.77	0.00	0.00	0.00
所得税	29.40	89.93	192.72	262.34	支付股利	0.00	-4.77	-28.61	-41.64
净利润	51.97	275.07	484.23	702.43	其他	-310.43	-570.38	-151.32	-136.09
少数股东损益	10.61	26.99	50.98	77.41	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-511.02</b>	<b>273.53</b>	<b>-418.38</b>	<b>-602.57</b>
归属母公司股东净利润	41.36	248.08	433.25	625.02	<b>现金流量净额</b>	<b>-324.32</b>	<b>951.84</b>	<b>236.50</b>	<b>221.70</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	555.10	1506.94	1743.43	1965.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1536.09	1527.18	1762.89	2004.39	销售收入增长率	-1.50%	4.42%	15.69%	12.72%
存货	1729.61	1720.65	1981.90	2224.78	营业利润增长率	146.59%	265.93%	88.00%	43.64%
其他流动资产	81.06	83.65	93.26	102.26	净利润增长率	119.27%	429.27%	76.03%	45.06%
长期股权投资	109.17	109.17	109.17	109.17	EBITDA 增长率	65.59%	38.90%	28.46%	25.51%
投资性房地产	36.93	36.93	36.93	36.93	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2685.45	2473.46	2261.47	2049.48	毛利率	31.04%	35.66%	35.56%	36.02%
无形资产和开发支出	458.37	434.28	410.20	386.11	三费率	27.70%	31.17%	28.36%	26.75%
其他非流动资产	1883.90	1857.62	1831.34	1805.06	净利率	0.65%	3.29%	5.00%	6.43%
<b>资产总计</b>	<b>9075.68</b>	<b>9749.88</b>	<b>10230.59</b>	<b>10683.32</b>	ROE	1.70%	7.84%	12.22%	15.19%
短期借款	1661.60	2510.27	2271.82	1846.98	ROA	0.57%	2.82%	4.73%	6.58%
应付和预收款项	1419.89	1431.89	1662.05	1849.80	ROIC	3.54%	8.97%	11.85%	15.34%
长期借款	559.36	559.36	559.36	559.36	EBITDA/销售收入	7.55%	10.04%	11.15%	12.41%
其他负债	2373.63	1741.24	1774.63	1803.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6014.47</b>	<b>6242.75</b>	<b>6267.85</b>	<b>6059.79</b>	总资产周转率	0.88	0.89	0.97	1.04
股本	485.30	485.30	485.30	485.30	固定资产周转率	3.30	3.56	4.53	5.67
资本公积	1790.72	1790.72	1790.72	1790.72	应收账款周转率	6.50	6.30	6.81	6.69
留存收益	877.45	1120.76	1525.40	2108.78	存货周转率	2.99	3.10	3.35	3.30
归属母公司股东权益	2977.84	3396.77	3801.41	4384.79	销售商品提供劳务收到现金营业收入	99.00%	—	—	—
少数股东权益	83.36	110.35	161.33	238.74	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3061.20</b>	<b>3507.13</b>	<b>3962.74</b>	<b>4623.53</b>	资产负债率	66.27%	64.03%	61.27%	56.72%
负债和股东权益合计	9075.68	9749.88	10230.59	10683.32	带息债务/总负债	36.93%	49.17%	45.17%	39.71%
					流动比率	0.99	1.17	1.34	1.59
					速动比率	0.55	0.75	0.86	1.03
					股利支付率	0.00%	1.92%	6.60%	6.66%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	605.09	840.49	1079.73	1355.14	每股收益	0.09	0.51	0.89	1.29
PE	134.82	22.48	12.87	8.92	每股净资产	6.14	7.00	7.83	9.04
PB	1.87	1.64	1.47	1.27	每股经营现金	1.17	1.36	1.32	1.66
PS	0.70	0.67	0.58	0.51	每股股利	0.00	0.01	0.06	0.09
EV/EBITDA	9.93	6.41	4.55	3.15					
股息率	0.00%	0.09%	0.51%	0.75%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---