

事件：公司发布 23 年年报及 24 年一季报，2023 年公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 79.76/1.07/1.01 亿元，同比-0.52%/+157.74%/+178.12%。23Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 22.60/-0.06/-0.24 亿元。24Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 18.19/0.20/0.19 亿元，同比增长 7.08%/18.18%/262.74%。

内销自主品牌拓展顺利，跨境电商亮眼高增：分产品看，23 年床垫/枕头/沙发/电动床/卧具/其他分别实现收入 39.79/6.07/11.42/6.49/6.21/7.60 亿元，同比+3.86%/+14.96%/-9.91%/+3.5%/-17.7%/-2.15%。分区域看，公司 23 年内销/外销实现收入 14.3/63.3 亿元，同比+44.5%/-6.88%，其中外销北美洲/欧洲实现营收 43.8/16.2 亿元，同比-13.34%/+11.98%。内销自主品牌方面，公司持续深耕线上线下一体化的新零售模式，线上持续布局天猫、抖音、京东等渠道，线下加强终端渠道建设，通过优化经销商政策、门店标准化执行、营销活动支持及运营赋能等多项措施，提升终端渠道能力、获客能力及运营能力。直营/经销/线上/酒店实现收入 1.34/3.78/3.4/2.21 亿元，同增 81.39%/47.04%/59.54%/63.22%。23 年公司充分利用本土 DTC 经验和供应链优势，推动跨境电商业务发展，线上业务收入增长迅速，其中境外线上业务实现主营业务收入 9.66 亿元，同增 116.17%。

全品类毛利率提升：23A/24Q1 公司毛利率 38.4%/38.5%，同比变动 +7.3/+2.5pct。费用方面，23 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 21.8%/7.2%/1.5%/3.8%，同比变动+3.9/-0.4/+0.3/+1.6pct，其中财务费用率提升主要系海外利率上涨带来的利息支出增加及信用卡手续费增加。24Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 24.4%/7.0%/1.3%/2.8%，同比变动+4.3/-0.4/+0.1/-3.3pct。销售费用率提升主要系内销自主品牌投入增加及外销跨境电商投入增加所致；管理费用率下降主要系公司优化内部管理流程，加强预算控制，提升管理效率。全品类毛利率增加带动净利率提升，公司 23A/24Q1 归母净利润率 1.3%/1.1%，同比变动+0.8/+0.1pct。

展望 24 年，多渠道共同发力。国外市场，公司坚持 ODM、自主品牌、海外零售三线并行发展方针，完善渠道、品牌布局，跨境电商持续发力贡献增量；内销方面，公司推进产品升级、渠道拓展和品牌建设，挖掘新的业绩增长点，助力国内市场规模扩大。

投资建议：公司持续拓展内外销业务，打造自主品牌，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.94/5.89/7.89 亿元，同增 269.2%/49.7%/33.9%，当前股价对应 PE 分别为 12/8/6X，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动；汇率大幅变动；房地产市场波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,976	9,464	11,187	13,092
增长率 (%)	-0.5	18.7	18.2	17.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	107	394	589	789
增长率 (%)	157.7	269.2	49.7	33.9
每股收益 (元)	0.19	0.69	1.03	1.38
PE	45	12	8	6
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.39 元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

1. 跨境电商深度报告：从幕后到台前，跨境新趋势洞察-2024/01/10

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,976	9,464	11,187	13,092
营业成本	4,917	5,801	6,813	7,934
营业税金及附加	47	56	66	78
销售费用	1,740	2,011	2,316	2,645
管理费用	573	662	772	903
研发费用	116	137	157	183
EBIT	494	756	1,034	1,328
财务费用	301	166	164	162
资产减值损失	-33	-8	-10	-11
投资收益	-7	0	11	13
营业利润	168	583	873	1,170
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	164	583	873	1,170
所得税	43	128	192	257
净利润	122	455	681	912
归属于母公司净利润	107	394	589	789
EBITDA	1,137	1,427	1,762	2,123

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,095	1,038	1,272	1,673
应收账款及票据	1,545	1,766	2,105	2,476
预付款项	90	106	125	145
存货	1,721	2,023	2,375	2,766
其他流动资产	265	301	342	387
流动资产合计	4,717	5,234	6,218	7,447
长期股权投资	57	57	57	57
固定资产	2,464	2,578	2,608	2,708
无形资产	167	167	167	167
非流动资产合计	5,349	5,442	5,443	5,432
资产合计	10,066	10,676	11,661	12,879
短期借款	1,621	1,621	1,621	1,621
应付账款及票据	1,462	1,725	2,025	2,359
其他流动负债	1,238	1,193	1,275	1,365
流动负债合计	4,321	4,538	4,921	5,345
长期借款	119	119	119	119
其他长期负债	1,678	1,653	1,653	1,653
非流动负债合计	1,797	1,773	1,773	1,773
负债合计	6,118	6,311	6,694	7,118
股本	571	571	571	571
少数股东权益	63	124	216	339
股东权益合计	3,947	4,365	4,967	5,761
负债和股东权益合计	10,066	10,676	11,661	12,879

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.52	18.65	18.21	17.03
EBIT 增长率	95.52	52.95	36.78	28.38
净利润增长率	157.74	269.25	49.71	33.95
盈利能力 (%)				
毛利率	38.35	38.70	39.10	39.40
净利润率	1.34	4.16	5.27	6.03
总资产收益率 ROA	1.06	3.69	5.05	6.13
净资产收益率 ROE	2.74	9.28	12.40	14.56
偿债能力				
流动比率	1.09	1.15	1.26	1.39
速动比率	0.66	0.67	0.74	0.84
现金比率	0.25	0.23	0.26	0.31
资产负债率 (%)	60.78	59.12	57.40	55.26
经营效率				
应收账款周转天数	65.15	62.97	62.27	62.97
存货周转天数	126.33	116.16	116.19	116.64
总资产周转率	0.83	0.91	1.00	1.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.69	1.03	1.38
每股净资产	6.81	7.43	8.33	9.50
每股经营现金流	1.61	1.84	2.11	2.56
每股股利	0.00	0.14	0.21	0.28
估值分析				
PE	45	12	8	6
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.84	5.45	4.41	3.66
股息收益率 (%)	0.00	1.64	2.46	3.30

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	122	455	681	912
折旧和摊销	642	671	727	795
营运资金变动	-112	-316	-441	-476
经营活动现金流	917	1,051	1,202	1,463
资本开支	-411	-496	-475	-531
投资	55	0	0	0
投资活动现金流	-363	-501	-464	-518
股权募资	789	0	0	0
债务募资	-373	-140	0	0
筹资活动现金流	-108	-606	-504	-543
现金净流量	537	-57	233	402

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026